

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA  
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA PODNIKOHOSPODÁŘSKÁ

Oceňování podniku  
Company Valuation

Student: Bc. Jan Kutlák

Vedoucí diplomové práce: Dr.Ing. Zuzana Čvančarová

Ostrava 2011

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci vypracoval samostatně a použil jen uvedené zdroje.

V Ostravě dne 29. 4. 2011

.....Jan Kutlák.....

Děkuji mému vedoucímu diplomové práce Dr. Zuzaně Čvančarové za vstřícný přístup k problematice zpracování této diplomové práce a za poskytnutí cenných informací.

V Ostravě dne 29. 4. 2011

.....Jan Kutlák.....

# Obsah

<b>1. ÚVOD .....</b>	<b>1</b>
<b>2. TEORETICKÁ VÝCHODISKA OCEŇOVÁNÍ PODNIKU .....</b>	<b>3</b>
2.1. HODNOTA PODNIKU A PŘÍSTUPY K JEHO OCEŇOVÁNÍ .....	3
2.1.1. <i>Tržní hodnota.</i> .....	3
2.1.2. <i>Subjektivní (investiční) vymezení</i> .....	4
2.1.3. <i>Objektivizovaná hodnota</i> .....	4
2.1.4. <i>Kolínská škola</i> .....	5
2.2. PŘÍČINY OCENĚNÍ PODNIKU .....	6
2.3. POSTUP PŘI OCENĚNÍ PODNIKU .....	6
2.3.1. <i>Sběr vnějších a vnitřních informací</i> .....	7
2.3.2. <i>Analýza dat</i> .....	7
2.3.2.1. <i>Strategická analýza</i> .....	7
2.3.2.2. <i>Finanční analýza</i> .....	10
2.3.3. <i>Sestavení finančního plánu</i> .....	16
2.4. METODOLOGIE OCEŇOVÁNÍ .....	17
2.4.1. <i>Metody se základem v analýze výnosů</i> .....	17
2.4.1.1. <i>Metoda diskontovaného peněžního toku (DCF)</i> .....	18
2.4.1.2. <i>Metoda kapitalizovaných čistých výnosů</i> .....	24
2.5. POUŽITÁ METODIKA .....	26
<b>3. IMPLEMENTACE VYBRANÝCH METOD .....</b>	<b>27</b>
3.1. PŘEDSTAVENÍ SPOLEČNOSTI .....	27
3.2. STRATEGICKÁ ANALÝZA .....	28
3.2.1. <i>Analýza mikroprostředí</i> .....	28
3.2.2. <i>Analýza makroprostředí</i> .....	31
3.3. FINANČNÍ ANALÝZA .....	32
3.3.1. <i>Ukazatele rentability</i> .....	33
3.3.2. <i>Ukazatele aktivity</i> .....	34
3.3.3. <i>Ukazatele zadluženosti</i> .....	36
3.3.4. <i>Ukazatele likvidity</i> .....	37
3.4. FINANČNÍ PLÁN .....	39
3.4.1. <i>Výkaz zisku a ztráty</i> .....	39

3.4.2. Rozvaha .....	40
3.5. OCENĚNÍ PODNIKU .....	42
3.5.1. Ocenění podniku metodou DCF- entity.....	42
3.5.1.1. Stanovení FCFF .....	42
3.5.1.2. Stanovení WACC .....	43
3.5.1.3. Propočet hodnoty podniku podle DCF – entity .....	47
3.5.2. Výpočet hodnoty podniku metodou kapitalizovaných čistých výnosů .....	49
3.5.3. Souhrn ocenění .....	51
3.5.4. Analýza citlivosti .....	52
<b>4. NÁVRHY A DOPORUČENÍ .....</b>	<b>56</b>
<b>5. ZÁVĚR.....</b>	<b>58</b>
Seznam použité literatury .....	60
Seznam zkratk.....	63
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce .....	64
Přílohy .....	65

# 1. Úvod

V aktuálním prostředí, které s sebou nese prvky tržního boje, je nutné si uvědomit a nepodcenit sílu povědomí o ceně (hodnotě) věcí, statků, služeb. Oceňování podniku (tzv. “královská disciplína“) nám právě takovéto povědomí přináší. Počátek této královské disciplíny v ČR můžeme spatřit již v devadesátých letech minulého století, kdy privatizace státního majetku uvedla do pohybu kola dynamického vývoje ohodnocování podnikových aktiv. S následným přílivem cizího kapitálu na český trh pak vyvstal i požadavek managementu, investorů, či jiných skupin činit rozhodnutí (koupě, fúze, akvizice, rozdělení podniků), která by měla být transparentně podložena.

Ohodnocování podniku je však nutno vidět i v širším pojetí, než v pouhém zaměření se na klasický případ související s prodejem velkého podniku. Je třeba si uvědomit, že v mnoha případech z praxe nemusí být zadavatelem právnická osoba představující s.r.o., nebo a.s. se zájmem o prodej, koupí. Oceňovacích služeb může být žádáno i na základě stanovení soudu (dělení podniku při rozvodovém řízení pro OSVČ, apod.). Stejně tak oceňovatelem zpravidla nebude jedna jediná osoba. To vyplývá zejména z titulu šíře a vysoké sofistikovanosti celé problematiky, kdy se dá předpokládat, že jeden oceňovatel nebude schopen při větších zakázkách zohlednit v patřičné míře veškeré faktory vstupující do oceňovacího procesu.

Obsáhlost a složitost ohodnocování podniku jako věci hromadné sama o sobě vyžaduje vznik a neustálou aktualizaci metod, postupů, ale i nových pohledů na věc. Tento trend vývoje je patrný i v jednotlivých publikacích, kde se postupně upouští od stanovování hodnoty na základě účetních informací a přechází se k hodnotám tržním.

Cílem této práce bude stanovit tržní hodnotu podniku na základě zvolených výnosových metod k 1.1.2011, za předpokladu tzv. “going concern“, tedy nekonečného hospodaření podniku.

Jak tvrdí Krabec (2009, str. 11): “Výsledek každé analytické expertizy vedoucí ke stanovení hodnoty je relevantní pouze pro účel, pro který je zpracován“. Proto bude součástí naší modelové analýzy předpoklad písemné žádosti zadavatele na stanovení tržní hodnoty

podniku v rámci jeho následného prodeje. Tímto je na plněna nezbytná podmínka vymezení účelu práce. [1]

Tato nese dvě stěžejní části. V teoretické části je popsán metodologický postup. Z nastudované literatury zde budou nadefinovány jednotlivé kroky nezbytné pro odpovídající výstup v podobě ocenění daného podniku. Problematika bude vysvětlena v širší patřičné pro potřeby implementační části.

Část praktická pak využívá nastudované literatury a čerpá ze získaných poznatků, uvedených v části teoretické. Postupně bude proveden sběr a analýza dat. U analýzy dat, jako u podstaty této práce, bude využito mikro a makro analýzy a součástí bude i finanční analýza daného podniku. Výběr vhodných výnosových metod a propočty vedoucí ke konečnému (konečným) výsledkům uzavřou část praktickou.

## **2. Teoretická východiska oceňování podniku**

### **2.1. Hodnota podniku a přístupy k jeho oceňování**

Obchodní zákoník definuje podnik v 5.§ (odst. 1 zákona č. 513/1991 Sb.) asi takto:“...soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku, nebo vzhledem ke své povaze mají tomuto účelu sloužit. Podnik je věc hromadná..“ Na podnik je však třeba nahlížet také jako na funkční celek, který má za účel dosahování zisku. Právě na základě podmínky dosahování zisku byl založen. Pokud přihlédneme k tomuto faktu, je třeba nazývat podnik podnikem jen tehdy, plní – li tento prvotní účel a je-li tedy schopen dosahovat zisku.

Podnik můžeme oceňovat na různých hladinách, těmito mohou být brutto hladina a netto hladina.

Hodnota brutto: používá se pro hodnocení podniku z 2 pohledů a to vlastníků i věřitelů. V potaz se zde bere hodnota podniku jako celku.

Hodnota netto: ocenění se zde provádí pouze z pozice vlastníků podniku, tzn. že se přistupuje na oceňování vlastního kapitálu.

#### Kategorie hodnoty

Mezi existující kategorie hodnoty patří:

1. Tržní hodnota
2. Subjektivní (investiční) ocenění
3. Objektivizovaná hodnota
4. Kolínská škola

#### **2.1.1. Tržní hodnota.**

Tato předpokládá, že existuje trh s jednotlivými podniky, nebo trh s podíly na vlastním kapitálu. Do předpokladu pak zahrnujeme i skupinu více poptávajících a více nabízejících, přičemž vztahy mezi těmito skupinami jsou základem pro určení tržní ceny.

Potenciální tržní hodnota podniku je tedy odvozena nejen od ceny jednotlivých aktiv jako takových (v ohodnocení jejich fyzické hodnoty) , ale i od možnosti jeho použitelnosti, využití na utvořeném trhu.



Tržní hodnotu představuje odhadnutá peněžní částka, která by mohla být zaplacená za dané aktivum při obchodu mezi partnery. Přesnou definicí se však zabývá mezinárodní organizace pro oceňování International Valuation Standards Committee (IVSC), kterou uvádí i Mařík (2007, s. 22): „Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“

### **2.1.2. Subjektivní (investiční) vymezení**

Je třeba se přiklánět k názoru, že na hodnotu podniku je nutné pohlížet jako na jedinečné jevy. Při subjektivním vymezení hodnoty podniku není ani tak podstatná jeho hodnota na trhu, ale spíše jednotlivý názor účastníků transakce, z jejichž pohledu je i hodnocen očekávaný užitek z nákupu, popř. prodeje. Pro takovýto pohled je typické označení vycházející z německé teorie a praxe. V mezinárodním oceňovacím standardu je tento problém řešen pod názvem Investiční hodnota, který je dle Maříka (2007, s. 26) vysvětlen asi takto: „Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem, skupinou investorů nebo jednotou s určitými investičními cíli a/nebo kritérii. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.“ V tuzemských poměrech se od investiční hodnoty jako cíle zkoumání většinou upouští. Ovšem je nutné dodat, že mnohé posudky, byť zařazené mezi tržně orientované, obsahují právě hodnotu investiční.

### **2.1.3. Objektivizovaná hodnota**

Subjektivní hodnotu podniku by si teoreticky mohl vypočítat sám i jakýkoli zájemce o koupi (podvědomě se snažící o co nejmenší hodnotu) nebo prodejce (vlastník, který ovšem podvědomě usiluje o co největší hodnotu podniku). Objektivní (popř. objektivizovanou) hodnotu je však schopen určit pouze odborník. O objektivizované hodnotě se hovoří proto, že zkušenosti mnoha odhadců prokázali nemožnosti ryze objektivního posouzení hodnoty. Trendem při oceňování je tedy používání všeobecně uznávaných dat a dodržení všeobecně

uznávaných zásad, postupů a požadavků. Objektivizovaná hodnota podniku by se měla ztotožňovat s vlastností reprodukovatelnosti samotného ocenění.

Pojetí oceňování na základě objektivizované hodnoty bývá pro svou podstatu nazýváno i pojetím odhadců, které se od ostatních koncepcí liší. Existují však tři spojovací body. V prvním stupni vystupuje samotná objektivizovaná hodnota, která tvoří základ a dolní mez hodnoty podniku (všeobecně platné skutečnosti relevantní k datu ocenění). Faktory, jejichž působení může být nejisté, ale přitom mají vliv na ocenění a jsou obecně známá i když staví na budoucnosti, vystupují v druhém stupni. Poslední třetí stupeň promítá do ocenění čistě subjektivní hlediska. Souhrn těchto tří stupňů tvoří subjektivní ocenění.[4]

#### **2.1.4. Kolínská škola**

Kolínská škola jako přístup k oceňování podniku se liší od předchozích dvou myšlenkou, která nám říká, že ocenění nemá smysl rozlišovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale na obecných funkcích, které má ocenění pro uživatele jeho výsledků. [12]

Funkce oceňování a oceňovatele:

- Poradenská
- Rozhodčí
- Argumentační
- Komunikační
- Daňová

Poradenská – nejdůležitější funkce, jsou zde poskytnuty informace o ceně maximální ( kterou ještě může zaplatit kupující, aniž by na transakci prodělal) a ceně minimální ( kterou ještě může prodávající přijmout, aniž by na prodeji prodělal). Tyto minimální a maximální ceny, jejichž rozdíl udává prostor pro jednání, se nazývají jako hraniční hodnoty.

Rozhodčí – udílí prostor nezávislému oceňovateli (rozhodčímu), který určí hraniční body a spravedlivou cenu mezi těmito (výslednou hodnotu).

Argumentační – je podkladem pro jednání dané strany, oceňovatel hledá argumenty zlepšující jednacích postavení.

Komunikační – odvozená funkce mající za úkol shromáždit podklady pro komunikaci s veřejností, bankami, investory apod.

Daňová – poskytuje podklady pro daňové účely

Jak již bylo naznačeno, každá kategorie hodnoty se hodí k alespoň mírně odlišnému účelu. Subjektivní (investiční) ocenění založené převážně na budoucnosti je vhodné užít při koupi a prodeji podniku a určování výhodnosti transakce, popř. rozhodování o sanaci, likvidaci. Tržní hodnota pro ocenění svou podstatou figuruje například při zavádění podniku na burzu, nebo prodeji, kdy zatím nevešel ve známost konkrétní kupec a oceňuje se pravděpodobné ocenění na trhu. Objektivizované ocenění je vhodné užít při žádosti o úvěr, zjišťování bonity a všude tam, kde se stanoví za cíl prokazatelnost a současná pozice podniku. K vyvažování zájmů jednotlivých stran pak může sloužit Kolínská škola, podle jejíž složky rozhodčí hodnoty můžeme řídit transformaci, ale i prodej podniku. [12]

## **2.2. Příčiny ocenění podniku**

Ocenění podniku je ve své podstatě službou, která má uspokojit něčí potřeby a přinést zájemci kýžený užitek. Různorodost zájemců o tuto službu s sebou nese i odlišné důvody pro ocenění. Existují tedy dva typy ocenění odvislé od podnětů jednotlivých objednatelů této služby. V první řadě se jedná o ocenění související s vlastnickými změnami, v řadě druhé pak o ocenění pro případy, kdy k těmto vlastnickým změnám nedochází.

### **a) příčinou jsou vlastnické změny**

- prodej, popř. koupě podniku
- rozdělení společnosti
- fúze
- nabídka na převzetí
- vklad podniku do obchodní společnosti

### **b) příčinou nejsou vlastnické změny**

- změna právní formy podnikání dané společnosti
- poskytnutí úvěru jako důvod pro ocenění podniku
- sanace podniku

Obecně je vhodné u každého ocenění podniku jasně definovat, na základě jakého impulsu bylo zahájeno. [12]

## **2.3. Postup při ocenění podniku**

Jednotlivé kroky ocenění podniku v pořadí jdoucím za sebou je nutné aplikovat vždy přímo na daný případ, na danou situaci. Při oceňování se totiž můžeme setkat s různou

podrobností, dostupností informací, s různými impulzy, které určují kategorie hodnoty atp. Existuje však určitý všeobecný postup, který je vhodné dodržet vždy, pouze s jistými obměnami dle charakteristiky práce:

- sběr vnějších a vnitřních informací
- analýza dat - strategická analýza, finanční analýza
- finanční plán
- ocenění

### **2.3.1. Sběr vnějších a vnitřních informací**

Jeden z faktorů určujících kvalitu ocenění je přístup k datům, které je možné použít. Proto je prvním krokem sběr těchto dat:

- Základní data o podniku, která jej identifikují, přiblíží (název, právní forma, odvětví, struktura podniku, jeho historie..)
- Ekonomická data – veškeré účetní výkazy, zprávy, popř. podnikový plán
- Relevantní trh – především trh na kterém firma kooperuje, jeho atraktivita a údaje o něm, vybraný segment trhu a jeho vývoj
- Konkurenti pohybující se na relevantním trhu, ale i možné substituty výrobků, služeb námi zkoumané firmy a bariéry zamezující, nebo omezující vstup do odvětví
- Odbyt a marketing
- Výroba a dodavatelé
- Pracovníci [4]

### **2.3.2. Analýza dat**

Analýzu dat můžeme rozdělit především na strategickou analýzu, ve které se promítne vliv mikroprostředí a makroprostředí. A na finanční analýzu, která má za cíl shrnout finanční výkonnost podniku jako celku. [5]

#### **2.3.2.1. Strategická analýza**

Samotná strategická analýza je suma vnitřního a vnějšího potenciálu dané společnosti, což se dá tedy reprodukovat jako celkový výnosový potenciál. Vnitřní potenciál jsou silné a slabé stránky, kterými podnik disponuje. V tomto případě si klademe za cíl zjistit, jak dobře podnik reaguje na podněty přicházející z vnějšího prostředí a zda-li tyto dokáže zpracovat

způsobem, kterým by mohl získat konkurenční výhodu. Vnější potenciál rozumíme příležitosti a hrozby, které na podnik působí v jeho podnikatelském prostředí, v konkrétním odvětví, na relevantním trhu. Pro analýzu silných a slabých stránek se používá techniky SWOT.

SWOT analýza je zaměřena právě na charakteristiku klíčových faktorů ovlivňujících strategické postavení podniku. Snaží se o nepřetržitou konfrontaci vnitřních zdrojů a schopností podniku se změnami v jeho okolí. Uplatňuje se především při rozvíjení silných stránek a utlumování slabých a současně by měla připravit podnik na potenciální příležitosti a hrozby.

Pokud jde o samotný účel strategické analýzy, je nutno podotknout, že není jen jakousi doprovodnou slovní výplní, nýbrž neodmyslitelnou podstavou věrohodnosti celého ocenění. V kontextu s těmito informacemi totiž samotný výsledek posuzujeme. [4]

### ***Analýza makroprostředí***

Vývoj v nejširším okolí fungování podniku, tedy v makroprostředí, podstatně ovlivňuje chod podnikatelských jednotek. Zahrnuje vlivy a podmínky, jež vznikají mimo podnik a obvykle bez ohledu na jeho konkrétní chování. Sledovaný podnik, jako epicentrum dění, je ovlivňován a zároveň působí na čtyři základní faktory, mezi něž patří prostředí politické, ekonomické, sociální a technologické (analýza, která dělí vlivy makroprostředí do čtyř základních skupin se proto nazývá PEST). V rovině teoretické i praktické již byla osvětlena příčinná souvislost mezi vlastní výkonností podniku jednotlivými parametry makroekonomického prostředí. Takovýmto vlivem oplývají především ukazatele uvedené níže.

Tempo růstu hrubého domácího produktu. Reálný výstup ekonomiky v dlouhodobém a střednědobém časovém horizontu má určitý vztah ke změně akciových kurzů. Tyto zpravidla předbíhají (a tímto i predikují) vývoj HDP o několik měsíců, což z akciového trhu dělá indikátor změn fází hospodářského cyklu.

Fiskální politika státu. V tomto případě jde o velikost daní jak v soukromé, tak v podnikatelské sféře. A to nejen z pohledu rozvrhování daní státem, ale i užitím vybraných daní a hospodařením s nimi. Velikost daňového zatížení ovlivňuje formování disponibilních důchodů investorů a ovlivňuje tak i tvorbu poptávky.

Vývoj peněžní nabídky. V ČR existuje nepřímý vliv peněžní nabídky, kdy při jejím snížení stoupají úrokové sazby a klesají kurzy akcií.

Úrokové sazby. Patří mezi další, bezprostředně ovlivňující faktory aktuálního ocenění podniku, kdy při rostoucích úrokových sazbách hodnota akcií klesá.

Inflace. Při inflaci jde především o rozdíl mezi vstupy a výstupy. Problém nastává např. při situaci odpisů, které jsou prováděny z historických cen, tudíž vzniká prostor pro podhodnocení obnovovacích nákladů. [2]

### ***Analýza mikroprostředí***

V analýze mikroprostředí se budeme zabývat příslušností podniku k určitému odvětví, informacemi o odvětví, do kterého podnik náleží. Mezi základní okruhy problémů patří identifikace charakteristických znaků odvětví a prognóza vývoje odvětví.

#### Identifikace charakteristických znaků v odvětví

- Citlivost na změny hospodářského cyklu.

Na základě vývoje plynoucího z hospodářského cyklu můžeme rozlišit určitá odvětví. Prvním z nich jsou odvětví cyklická, která hospodářský cyklus kopírují. Spadá sem zboží spíše dlouhodobé spotřeby. Existuje totiž jistá eventualita si toto zboží pořídit s časovým odstupem za podmínek, kdy zákazník nashromáždí dostatečnou peněžní zásobu na koupi (stavebnictví, automobilový prům.). Neutrální odvětví, do kterých patří výroba nezbytných statků (léků, potravin), zásadně nejsou ovlivňována hospodářskými cykly. Naproti tomu anticyklický charakter mají odvětví, jež dosahují právě v období recese lepších výsledků. Využitím těchto produktů si člověk nahrazuje trávení času nákladnějším způsobem (televize, hrací automaty). [14]

- Míra regulace ze strany státu

Stát může k určitým výrobkům či službám přistupovat cíleně, to znamená, že u těchto statků se mohou projevit regulované ceny (např. ceny energií). Regulované ceny ovšem nejsou jediným nástrojem vládní regulace, můžeme pozorovat i bariéry při vstupu do specifického odvětví.

- Struktura odvětví

Strukturu odvětví lze charakterizovat faktory vysledovanými z Porterova modelu pěti konkurenčních sil. Mezi tyto patří zejména:

Riziko vstupu potenciálních nových konkurentů

Rivalita mezi stávajícími konkurenty

Smluvní síly dodavatelů

Smluvní síly kupujících

## Hrozba nových substitučních výrobků

### Prognóza vývoje odvětví

Základem pro prognózu v odvětví je porovnání dosavadního vývoje tržeb, zisků a cen. Jinými slovy historický vývoj bez jehož zohlednění není možné nahlédnout do budoucnosti. Zpravidla pak sledujeme základní vývojové linie spojené s inovačními procesy ovlivňujícími parametry tempa růstu (v situaci výnosových modelů hraje stanovení tohoto tempa jednu z hlavních úloh).

Jak tvrdí Kislingerová (2001, str. 37): “ Při prognóze je nezbytné především vhodně stanovit délku období, na které lze prognózovat tržby a správně stanovit ziskovou volatilitu. V těchto úvahách se musí promítnout i očekávání z hlediska vývoje úrokových měr, devizových kursů, dále pak ceny. Vliv očekávaných politických událostí (volby, vliv odborů, růst deficitu státního rozpočtu apod.).“

Samotný odhadce se ovšem může obrátit při prognózování odvětví i na experty (banky, investiční společnosti), kteří se zabývají přímo touto problematikou a může tak využít jejich odborných studií, analýz volně dostupných v odborném tisku či internetových stránkách, jako je například mpo.cz. [2]

### **2.3.2.2. Finanční analýza**

Finanční analýza, stejně jako strategická analýza, je integrální součástí při oceňování podniku. Hlavním smyslem této analýzy je připravení podkladů pro kvalitní rozhodování o fungování podniku. Zdrojem čerpání informací je účetnictví, které ovšem samo o sobě předkládá sice přesné, ale izolované informace. Pomocí systému finanční analýzy se tak snažíme zvýšit vypovídací schopnost jednotlivých získaných dat. Při zkoumání posuzujeme minulý vývoj, sledujeme současný a ze získaných informací se snažíme předikovat budoucí hodnoty – diagnostikujeme tak finanční zdraví podniku. Finančně zdravý podnik by měl splňovat dvě základní kritéria. Do prvního kritéria spadá vytváření zisku a zhodnocování vloženého kapitálu, tedy podstata podnikání (primárním cílem je navýšit své bohatství). Druhé kritérium pak obsahuje platební schopnost podniku, bez které by pravděpodobně bylo narušeno nepřetržité fungování podniku. [7]

Mimo jiné slouží finanční analýza jako jedno z východisek pro posouzení rizika, hrající významnou roli v jednotlivých modelech, využívaných pro tržní propočet hodnoty podniku. Při stanovení finančního zdraví však nestačí pouze propočítat vybrané ukazatele, ale

jde především o správnou interpretaci jejich výsledků, která se váže nejen na podnik samotný, ale v potaz přichází právě i výše uvedená strategická analýza. [10]

Zdroje, použité pro samotnou analýzu jsou:

- Rozvaha
- Výkaz zisku a ztráty
- Cash flow
- Příloha k účetní závěrce

Při aplikování finanční analýzy, stejně jako při samotném ocenění podniku, můžeme aplikovat určité přístupy. Nabízí se zde fundamentální analýza, nebo technická analýza. Protože fundamentální analýza nestaví na jasných faktech podložených výpočty, ale na subjektivní znalosti diagnostika, jeho orientaci v daném podniku a odvozuje závěry bez algoritmizovaných postupů, zaměříme se na analýzu technickou. Využijeme tedy matematicko statistických metod ke kvantitativnímu zpracování dat a posouzení výsledků. Ohledně kvantitativních metod užitých ve finanční analýze se zde přikloníme spíše k metodě relativní, kde je využito poměrových ukazatelů a jejich analýzy. [9]

Přehled poměrových ukazatelů

- Ukazatele rentability
- Ukazatele aktivity
- Ukazatele zadluženosti
- Ukazatele likvidity

### ***Ukazatele rentability***

Hned prvním uvedeným relativním ukazatelem sledujeme, jakou výnosnost (tedy rentabilitu) nám přináší vložený kapitál. Přináší výpověď o efektu, jakého bylo dosaženo při využití vloženého kapitálu. Je měřítkem identifikujícím schopnost podniku vytvářet zisk právě pomocí tohoto vloženého kapitálu. Obecným tvarem se tedy stává vztah výnos / vložený kapitál. Při finanční analýze rozlišujeme 3 druhy zisku, lišící se podle jejich vhodnosti. [2]

- EBIT – bývá nazýván i ziskem provozním (výsledek hospodaření před zdaněním a nákladovými úroky, vhodný především pro mezifirmní srovnání).
- EAT – čistý zisk, kterým se hodnotí především výkonnost firmy, lze ho rovnou přerozdělit, nebo použít k jiným firemním účelům.



- EBT – zisk před zdaněním (při použití pro srovnání mezi firmami upouštíme od přihlédnutí k jak drahým zdrojům financování podnik přistupuje, nezohledňujeme totiž velikost nákladových úroků). [2]

### **Rentabilita celkového kapitálu ROA**

Tento ukazatel je základním měřítkem ziskovosti. Vztahuje k sobě zisk před zdaněním a úroky ku celkovým vloženým aktivům. Protože jde o EBIT vyskytující se v tomto vzorci, nebereme ohled na zdroje z kterých jsou tyto aktiva financovány. Důvodem výskytu EBIT ve vzorci je, že celková aktiva produkují celkový zisk (který by byl zkreslen, kdybychom od něj odečetli daně). Rentabilitu celkového kapitálu můžeme chápat jako výdělkovou schopnost majetku organizace.[10]

$$ROA = EBIT / \text{aktiva} * 100 \quad (2.1)$$

### **Rentabilita vlastního kapitálu ROE**

Měřením rentability vlastního kapitálu vyjadřujeme výnosnost kapitálu vloženého akcionáři či vlastníky podniku. Na zisk se zde pohlíží jako na výdělek z investovaného kapitálu.

$$ROE = EAT / \text{vlastní kapitál} * 100 \quad (2.2)$$

Základním srovnávacím údajem k tomuto ukazateli je výše výnosu z cenných papírů garantovaných státem. Pokud tento ukazatel je větší než ukazatel ROE, s velkou pravděpodobností nebude do podniku chtít nikdo investovat. Jako ukazatel je sledován především externími zájemci.[9]

### **Rentabilita tržeb ROS**

Ukazatele užijeme při otázce, jakou má podnik schopnost při daných tržbách vytvářet zisk. Po propočtu bychom se měli dovědět, jaký podíl zisku je obsažen v jedné koruně tržeb. Jako doplňkový vzorec je používána rentabilita nákladů.

$$ROS = EAT / \text{tržby} \quad (2.3)$$

Pokud má v průběhu let tento ukazatel rostoucí tendenci, může to znamenat výrobu s nižšími náklady, vyšší cenu nebo kombinaci těchto faktorů. Jako doplňkový ukazatel pak může sloužit ukazatel ROC (return on cost), daný rozdílem  $1 - ROS$ . Tento pak poukazuje

kolik korun nákladů je potřeba na korunu zisku (popř. jaký podíl nákladů je obsažen na korunu zisku). [9]

### ***Ukazatele likvidity***

Likviditou se obecně chápe schopnost podniku hradit své závazky. Tato pak závisí na rychlosti získání platebních prostředků k uhrazení potřebných závazků. Jestli má podnik dostatečné množství vysoce likvidního majetku (schopnost majetku se za krátký časový úsek přeměnit v peněžní hotovost) a je schopen veškeré závazky hradit včas a v plné výši, se hodnotí několika druhy likvidity. Běžnou likviditou, pohotovou likviditou a peněžní likviditou. [9]

#### **Okamžitá likvidita**

Tuto označujeme jako likviditu 1. stupně (cash ratio), je tím nejužším vymezením likvidity. Vstupují sem totiž jen nejlikvidnější položky z rozvahy. Je tedy závislá na okamžité výši peněžních prostředků a ekvivalentů. Tímto se rozumí suma peněz na běžných účtech, v pokladnách, šeky nebo volně obchodovatelné cenné papíry (krátkodobý finanční majetek). Jako doporučená hodnota pro okamžitou likviditu platí pásmo vymezené od spodní hranice 0,9 do horní hranice 1,1 (dle americké literatury). Pro vnitrostátní podmínky se dolní mez rozšiřuje na 0,6 a dle MPO až 0,2 (což je hranice opravdu kritická). Pokud se podnik vyskytuje mimo pásmo, nemusí to ještě nutně znamenat jeho zánik (existence účetních položek, které v rozvaze nejsou patrné).

$$\text{Okamžitá likvidita} = \text{pohotové platební prostředky} / \text{dluhy s okamžitou splatností} \quad (2.4)$$

#### **Pohotová likvidita**

Označována jak likvidita 2. stupně, popř. acid test. Zde, by poměr čitatele ku jmenovateli měl být asi 1 ku 1, nejvýše však 1,5 ku 1. Pokud by bylo dodrženo velikosti prvního z poměrů, podnik by byl schopen vyrovnat se svými věřiteli bez rozprodávání zásob. Z hlediska věřitelů je vyšší hodnota ukazatele příznivá, už ne toliko pro vedení podniku, pro které tato situace znamená vyšší vázanost finančního kapitálu v oběžném majetku. Takto alokované peníze nepřináší žádný, nebo jen minimální úrok

$$\text{Pohotová likvidita} = (\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby}) / \text{krátkodobé dluhy} \quad (2.5)$$

#### **Běžná likvidita**

Běžnou likviditu označujeme jako likviditu 3. stupně (current ratio). Ukazuje kolika jednotkami oběžných aktiv je kryta jednotka krátkodobých závazků. Ukazatel je pouze

orientační, jde totiž o případ kdy by podnik proměnil v peněžní hotovost veškerý svůj oběžný majetek. Ideální velikost čitatele nabývá hodnot od 1,5 do 2,5.

$$\text{Běžná likvidita} = \text{oběžný majetek} / \text{krátkodobé dluhy} \quad (2.6)$$

### ***Ukazatele zadluženosti***

Zadlužeností vyjadřujeme skutečnost, že podnik ke své činnosti používá cizí zdroje, dluh. Pomocí ukazatelů zadluženosti pak hledáme optimální míru vlastního a cizího kapitálu, tedy kapitálové struktury. [9]

#### **Celková zadluženost, ukazatel věřitelského rizika (debt ratio)**

Obecně vyšší hodnoty tohoto vzorce mohou vypovídat o vyšším riziku věřitelů, popř. signalizovat problémy ve společnosti. Literatura uvádí doporučené hodnoty mezi 30 – 60 %. Je ovšem důležité, aby podnik produkoval větší procento rentability, než je procento placené jako úrok za užívání cizích zdrojů.

$$\text{Celková zadluženost} = \text{cizí zdroje} / \text{aktiva celkem} * 100 \quad (2.7)$$

#### **Koeficient samofinancování (equity ratio)**

Doplňkový ukazatel k výše uvedené celkové zadluženosti říká, kolik vlastního kapitálu obsahují celková aktiva. Souhrn těchto dvou ukazatelů by měl být roven 1. Výše celkových aktiv je totiž dána souhrnem cizího a vlastního kapitálu.

$$\text{Koeficient samofinancování} = \text{vlastní kapitál} / \text{celková aktiva} \quad (2.8)$$

#### **Míra zadluženosti**

Struktura ukazatele je konstruována tak, aby podala informace o tom, jakým směrem se podnik ubírá při svém financování (přesah vlastních, nebo cizích zdrojů)

$$\text{Míra zadluženosti} = \text{cizí zdroje} / \text{vlastní kapitál} \quad (2.9)$$

#### **Ukazatel úrokového krytí**

Tento udává, kolikrát je provozní zisk větší než nákladové úroky (bezpečnostní polštář pro věřitele). Vedení tak může zjistit, zda-li je pro podnik zatížení dluhy vůbec únosné. Obecně se doporučuje velikost tohoto ukazatele někde mezi 3 až 6 násobkem.

$$\text{Ukazatel úrokového krytí} = \text{EBIT} / \text{nákladové úroky} \quad (2.10)$$

### **Multiplikátor jmění vlastníků**

Tento ukazatel vychází z finanční páky (podílu vlastního kapitálu na aktivech), která může při růstu cizího kapitálu (a tím i růstem celkových aktiv) nad vlastní kapitál zvyšovat ROE. Finanční páka však má i stinnou stránku v podobě úroků placených z úvěrů získávaných pro navyšování cizího kapitálu. Multiplikátor jmění vlastníků tak snoubí oba faktory: úrokovou redukci zisku (EBT/EBIT), i finanční páku (A/VK).

$$\text{Multiplikátor jmění vlastníků} = (\text{EBT} / \text{EBITÚ}) * (\text{A} / \text{VK}) \quad (2.11)$$

Pokud je výsledek větší než 1, zvyšování podílu cizích zdrojů v podniku je pro rentabilitu vlastního kapitálu výhodné. [11]

### ***Ukazatele aktivity***

Měří úspěch s jakým se daří společnosti využívat finanční prostředky a také vázanost složek kapitálu v jednotlivých druzích aktiv a pasiv. Celkově se poměřuje toková veličina (tržby) ku veličinám stavovým (aktiva a jejich složky), tyto ukazatele pak vypovídají i o vlivu hospodaření podniku na likviditu a výnosnost. Posuzujeme zde dvě kritéria. Obrátkovost a dobu obratu. [9]

Obratovost = vyjadřuje počet obrátek složky majetku za období, ve kterém bylo dosaženo daných tržeb.

Doba obratu = počet dní za které se uskuteční jedna obrátka.

1. kategorie (2.12 až 2.14)

Obrat aktiv = tržby / aktiva

Obrat zásob = tržby / zásoby

Obrat pohledávek = tržby / pohledávky

2. kategorie (2.15 až 2.17)

Doba obratu zásob = 360 / obrat aktiv

Doba obratu pohledávek = 360 / obrat pohledávek

Doba obratu závazků = 360 / obrat závazků

### ***Souhrnné modely***

Tyto modely by neměly nahrazovat, ale pouze doplňovat analýzu dílčích stránek a potvrdit tak intuitivní závěry o finančním zdraví získané z dílčích analýz. Účelem těchto souhrnných

analýz je vyjádřit úroveň finanční situace v podniku jedním číslem. Vypovídací schopnost takto jednočíselně určené výpovědi o stavu firmy je však menší. [4]

### **Altmanův model**

Altmanův model se řadí mezi typické bankrotní modely. Model vychází ze základních pěti hodnot, v kterých se promítají poměrové ukazatele. Každý jeden ukazatel má určitou váhu, přičemž největší důraz je kladen na rentabilitu celkového kapitálu. Existují dva typy modelu, odvislé od obchodovatelnosti či neobchodovatelnosti společnosti na burze. Není-li společnost veřejně obchodovatelná, má Altmanův index následující tvar [8]:

$$Z = 0,717 X_1 + 0,847 X_2 + 3,107 X_3 + 0,42 X_4 + 0,998 X_5 \quad (2.18)$$

X1 podíl pracovního kapitálu k celkovým aktivům

X2 nerozdělený zisk(VH za běžné uce období+VH z minulých let+fondy ze zisku) / aktiva celkem

X3 EBIT / aktiva celkem

X4 Základní kapitál v uce hodnotě / celkové dluhy

X5 tržby / aktiva celkem

Interpretace výsledků:

- Hodnoty nižší než 1,2 = pásma bankrotu
- Hodnoty od 1,2 do 2,9 = pásma šedé zóny
- Hodnoty nad 2,9 = pásma prosperity

Ideální užití tohoto modelu spadá především mezi podniky střední velikosti, velké podniky totiž bankrotují zřídka a malé společnosti zpravidla neposkytují vhodné podklady pro sestavení tohoto modelu. [8]

### **2.3.3. Sestavení finančního plánu**

Vzhledem k ocenění podniku, které bude uskutečňováno zejména metodikou vycházející z výnosových modelů, je nutné sestavit určitý finanční plán, který by měl být podpoložkou plánu podnikového. Tento podnikový plán zcela obejít nelze a alespoň kroky ocenění musejí probíhat v té míře, aby byly zachovány základní vazby podnikový plán pojící.

Finanční plán se skládá ze 3 hlavních finančních výkazů: VZZ (výkaz zisku a ztráty), rozvahy a cash flow (výkazu peněžních toků). [13]

Finanční plán určí stěžejní položky podnikání, které zásadním způsobem hodnotu podniku ovlivňují, dle Maříka (2007, s. 150) jsou to:

- „Tržby z prodeje hlavních produktů podniku
- Ziskovou marži a z ní zjištěný provozní zisk v peněžním vyjádření
- Plánovanou výši zásob, pohledávek a závazků
- Výchozí prognózu investic do dlouhodobého majetku, které budou nezbytné k udržení hlavního provozu podniku.“

## **2.4. Metodologie oceňování**

Metod ke stanovení ocenění podniku existuje celá řada. Výběr z těchto metod může nadefinovat splnění či nesplnění cílů ocenění. Jednotlivé přístupy k ocenění podniku lze dělit podle metodického pojetí na:

- Výnosové metody
- Majetkové metody
- Komparativní metody
- Kombinované metody

### **2.4.1. Metody se základem v analýze výnosů**

Skupina těchto metod je založena na předpokladu, že hodnota statku je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. Za užitek u podniku můžeme uvažovat očekávané výnosy. Ve světle těchto informací si můžeme pod „výnosy“ definovat skutečné příjmy plynoucí z oceňovaného statku, nebo jako základ pro ocenění užít i jinak chápané výnosy. [2] Podle této skutečnosti rozlišujeme následující výnosové metody:

- Metoda diskontovaného peněžního toku (DCF)
- Metoda kapitalizovaných čistých výnosů
- Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)

### 2.4.1.1. Metoda diskontovaného peněžního toku (DCF)

Tyto metody modelu diskontu cash flow mají v dnešní době největší užití především v anglosaských zemích a v USA, postupně však pronikají i do kontinentální Evropy. Peněžní toky zde obsažené přesně odrážejí definici hodnoty, protože jsou reálným příjmem a tím pádem i reálným vyjádřením užitku drženého statku. Metoda diskontovaný peněžních toků se tak stává jednou ze základních výnosových metod. K výsledku můžeme ve stylu DCF dojít pomocí tří technik z ní vyplývajících:

**-metoda entity** (entity => podnik jako celek)

**-metoda equity** (equity => vlastní kapitál)

**-metoda APV** (APV => upravená současná hodnota)

Všechny tyto metody míří ke stejnému cíli, stanovení hodnoty čistého obchodního majetku (dle obchodního zákoníku), neboli určení vlastního kapitálu (mezinárodní terminologie). [4]

#### *Metoda DCF entity*

Touto metodou je oceňován celkový kapitál. Cash flow pro vlastníky i věřitele (FCFF) se zde diskontuje nákladem celkového kapitálu, tzv. WACC. Pomocí tohoto propočtu bychom měli dojít k tržnímu ocenění celkového kapitálu podniku. Pokud jde o samotný postup výpočtu DCF entity, probíhá tento ve dvou základních fázích. V první fázi je nutné určit hodnotu peněžních toků stanovených jak pro vlastníky tak pro věřitele. Diskontováním této hodnoty získáme hodnotu podniku jako celku ( $H_b$  - brutto). Hodnota vlastního kapitálu ( $H_n$  - netto) pak vyplyne ve druhé fázi, kde od celkové hodnoty podniku  $H_b$  odečteme cizí kapitál ke dni ocenění. Pro řadu výhod jimiž se tato metoda vyznačuje (např. možnost oceňování samostatných divizí), je zřejmě užívaná i celosvětovými oceňovacími firmami. Propočet hodnoty celkového kapitálu podniku můžeme vyjádřit vztahem: [4]

$$V = FCFF / WACC \quad (2.19)$$

FCFF = free cash flow to firm

WACC = průměrné vážené náklady kapitálu

Podniku, jako pro abstraktní vymezení objektu, je důležité přidělit hodnotu nikoliv na úrovni bilanční sumy, ale na úrovni investovaného kapitálu. Tento podléhá výpočtu se základem v bilanci, upravené ve dvou základních kategoriích:

- Úpravy odvozené z nutnosti stanovit náklady na investovaný kapitál

- Úpravy odvozené z nutnosti stanovit rozlišení provozně nutných a nepotřebných aktiv [4]

### **Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC)**

Co do určení nákladů na investovaný kapitál je nejprve důležité vědět, že diskontováním budoucích peněžních toků dostaneme ocenění tohoto investovaného kapitálu. A jelikož pro diskontování potřebujeme znát diskontní úrokovou míru (Pro model DCF – entity: průměrné vážené náklady na kapitál WACC), musíme se dopracovat ke dvěma základním položkám, které diskontní míra obsahuje. Jsou jimi náklady na vlastní a cizí kapitál. Náklady kapitálu se zde rovnají příjmům, které investoři očekávají ze svých investic do podniku a tomu odpovídajícímu riziku. Obecně je pak vzorec pro průměrné vážené náklady kapitálu vyjádřen takto: [6]

$$WACC = n_{ck}(1 - d)CK/K + n_{vk} VK/K \quad (2.20)$$

$n_{ck}$  = očekávaná výnosnost do doby splatnosti u cizího kapitálu vloženého do podniku (= náklady na cizí kapitál)

$d$  = sazba daně z příjmu platná pro oceňovaný subjekt

$CK$  = tržní hodnota cizího kapitálu vloženého do podniku (pouze úročeného)

$n_{vk}$  = očekávaná výnosnost vlastního kapitálu oceňovaného podniku (= náklady na vlastní kapitál) při dané úrovni zadlužení podniku

$VK$  = tržní hodnota vlastního kapitálu

$K$  = celková tržní hodnota investovaného kapitálu ( $K = VK + CK$ )

Pokud jde o složku cizího kapitálu, nezahrnujeme do ní pasiva, která nejsou úročená, v takovémto případě může jít především o závazky vůči dodavatelům.

Propočet nákladů celkového kapitálu lze rozdělit následovně:

- 1) Určení vah jednotlivých složek kapitálu na celkovém investovaném kapitálu
- 2) Určení nákladů na cizí kapitál
- 3) Určení nákladů na vlastní kapitál
- 4) Propočet průměrného váženého nákladu kapitálu



### **Výpočet nákladů na cizí kapitál**

Při výpočtu nákladů na cizí kapitál by bylo ideální řídit se váženým průměrem z *efektivních úrokových sazeb* placených z různých typů cizího kapitálu. Musely by však být splněny dva základní předpoklady, s jejichž naplněním v naší práci ale nepočítáme. Jde především o hodnotu aktuální úrokové míry na kapitálovém trhu a hodnotu nominální úrokové míry, která byla dohodnuta v čase poskytnutí úvěru. Při dlouhodobějším úvěru předpokládáme odlišnost těchto dvou sazeb. Dalším, druhým nesplněným předpokladem pro výpočet nákladů na cizí kapitál pomocí efektivních úrokových sazeb, je snížená bonita dluhu, kdy dlužník není schopen věřiteli splácet požadovanou částku, čímž se (na základě rostoucího rizika s tímto souvisejícím) mění i skutečná úroková míra. Právě kvůli nesplnění výše uvedených předpokladů je vhodné použít *alternativní postup*. Tento je založen na tržních datech. Budeme se zde řídit dvěma složkami. Bezrizikovou úrokovou mírou pro věřitele, která se všeobecně předpokládá na hladině aktuální výnosnosti státních dluhopisů k datu ocenění. Druhou složkou je doporučená riziková přírážka k aktuální výnosnosti dlouhodobých státních dluhopisů. Tuto zjišťujeme za pomoci ratingu stanoveného dluhopisu, popř. úvěru. Zjednodušeným přístupem jak docílit ratingu je propočet úvěrového krytí a jeho přiřazení do ratingové skupiny od AAA do D. Rizikové přírážky jsou stanoveny např. v publikaci Mařík (2007). Závěrečným krokem je pak součet mezi doporučenou rizikovou přírážkou k aktuální výnosnosti dlouhodobých státních dluhopisů a výnosnosti dlouhodobých státních dluhopisů k datu ocenění. [4]

### **Výpočet nákladů na vlastní kapitál**

Pro výpočet nákladů na vlastní kapitál bude použita stavebnicová metoda, která bývá nazývána také build – up modelem. Základní myšlenka je obdobná jako při výpočtu nákladů na cizí kapitál. Tedy výnosnost bezrizikových cenných papírů (dlouhodobých státních dluhopisů) přičtená k rizikové přírážce. Námi zkoumaná a používaná metoda bude komplexní stavebnicová metoda. Komplexní proto, že jejím cílem je podchycení všech dílčích rizik, které by bylo možné vnést do celkové diskontní míry. Postupujeme zde ve třech základních krocích [4] : 1.*Faktory rizika*.

Jednotlivé faktory rizika budou rozčleněny do 2 skupin. Obchodního rizika a finančního rizika. Mezi faktory obchodního rizika řadíme například rizika: oboru, trhu, konkurence, výrobního procesu, specifická rizika. Skupina finančních rizik pak obnáší nebezpečí nikoliv z nezaplacení závazků, ale z kolísání peněžních toků. Tyto se mohou měnit především platbou nákladových úroků.

## *2.Ohodnocení stupně rizika.*

Zde si určíme škálu od nízkého, přiměřeného, zvýšeného k vysokému riziku. Tato škála je ohodnocena úrovní 1 až 4 od nízkého po vysoké riziko – tzv. veličina X. Podle úrovně (1 – 4) jsou ohodnoceny jednotlivá riziková kritéria.

## *3.Převod stupně rizika na rizikovou přírážku.*

Rizikovou přírážku vypočteme podle vzorce:

$$RP = (r_f / n) * (a^X - 1) \quad (2.21)$$

RP = riziková přírážka

a = konstanta

X = stupeň rizika od 1 do 4

$r_f$  = bezriziková sazba

n = součet komplexu n rizikových faktorů

Každé riziko zkoumané ve stavebníkové metodě (oboru, trhu...) má určitý počet kritérií, které se ohodnocují. Každému kritériu je přidělena váha podle jeho závažnosti. Součet počtu kritérií vynásobených jejich vahou dává **n** komplex rizikových faktorů.

Konstanta **a** je koeficient horní hranice nákladů vlastního kapitálu. Vypočte se podle vzorce:

$$a = (n_{VKmax} / r_f)^{1/4} \quad (2.22)$$

$n_{VKmax}$  = maximální hodnota nákladů vlastního kapitálu

## **Stanovení Cash flow (FCFF)**

Při sestavování metody DCF – entity používáme jako jeden ze základních atributů peněžních toků. Je zde třeba nadefinovat, kolik peněz je možno z podniku odebrat, aniž by byl narušen jeho chod. Stavebním kamenem proto bude provozní cash flow, z kterého se po odečtení investic stane volný cash flow (FCFF). Je to tvorba peněžních prostředků, které jsou určeny akcionářům (vlastníkům) zejména na výplatu dividend a věřitelům, zejména na splátky úvěrů a úroků. Z těchto důvodů bývá označován jako peněžní toky do firmy FCFF ( free cash flow to firm) a sestává se z částí obsažených v následující tabulce:

Tab. 2.1. Výpočet FCFF

1.	Korigovaný hospodářský výsledek před daněmi KPVD
2.	- Upravená daň z příjmů (KPVD * daňová sazba)
3.	= Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních (KPV)
4.	+ Odpisy
5.	+ Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období
6.	= Předběžný peněžní tok z provozu
7.	- Investice do upraveného pracovního kapitálu
8.	- Investice do pořízení dlouhodobého majetku
9.	= Volný peněžní tok (FCFF)

Zdroj: [4]

V bodě 5 se jedná především o změnu nákladových rezerv a opravných položek.

Jak je patrné z tabulky uvedené výše, při výpočtu FCFF nepřímou metodou vycházíme v první řadě z hospodářského výsledku, konkrétněji z korigovaného hospodářského výsledku. Obsah tohoto je v zásadě shodný s výsledkem hospodaření sestrojeným pro výpočet ekonomické přidané hodnoty – NOPBT (čistým operačním ziskem před daní). Jeho výpočet můžeme shrnout v jednoduché tabulce, která vychází z hladiny provozního VH a to z důvodu minimalizace úprav.

Tab. 2.2. Korekce provozního výsledku hospodaření

Provozní výsledek hospodaření
- Provozní výnosy jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
+ Provozní náklady jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
+ Výnosy z finančních investic a výnosové úroky
- Finanční náklady
= Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Zdroj: [4]

Tento korigovaný hospodářský výsledek se řídí základními pravidly:

1. Náklady na cizí kapitál by neměly být odpočítávány – zůstane tak zisk a cash flow určený pro vlastníky i věřitele
2. Jelikož je hodnota podniku tvořena jen výsledky trvalého charakteru, neměl by KPVD obsahovat jednorázové položky.
3. Měla by být zajištěna absence výnosových a nákladových položek nesouvisejících s provozně nutným majetkem.

### Propočet hodnoty podniku

Protože v praxi pracujeme s podnikem u kterého se předpokládá nekonečně dlouhá existence (“going concern“), měli bychom plánovat s cash flow pro nekonečně dlouhé období. To je ovšem složité, proto existují metody řešící tento problém:

- Standardní dvoufázová metoda
- Metody založené na odhadu průměrných temp růstu

### ***Dvoufázová metoda***

Pro účely této práce jsme zvolili metodu dvoufázovou, která se opírá o empiricky nabyté informace z praxe. Tato má základ ve dvou fázích. V první je oceňovatel schopen předikovat budoucí vývoj peněžního toku v jednotlivých letech. Druhá fáze je tedy naplněna zbylými období, a to od konce první fáze až do nekonečna. Druhou fází označujeme jako pokračující hodnotu. Podle dvoufázové metody stanovení hodnoty podniku vypadá vzorec pro výpočet takto [4]:

$$H_b = \sum FCF_t / (1 + i_k)^{-t} + PH / (1 + i_k)^T \quad (2.23)$$

T = délka první fáze v letech

PH = pokračující hodnota

$i_k$  = kalkulovaná úroková míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu

$H_b$  = hodnota podniku brutto

Pokračující hodnota uvedená ve vzorci výše je současnou hodnotou očekávaných peněžních toků od konce první fáze až do nekonečna, okamžik ukončení první fáze a začátek druhé fáze je totožný. Při stanovování odhadu pokračující hodnoty bychom se měli držet těchto předpokladů:

- Základní charakteristické veličiny, z kterých vychází výpočet pokračující hodnoty se stabilizují (zisková marže, obrat kapitálu, rentabilita kapitálu)
- Konstantní růst podniku a stabilní míra investic, stabilní výnosnost nových investic [4]

Pro výpočet pokračující hodnoty musíme užít vhodného vzorce, jehož tvar je odvislý od situace kdy můžeme pracovat s diskontovanými příjmy či nikoliv. V první fázi by se mělo prognózované období pohybovat mezi 4 – 14 lety. Druhá fáze pak předpokládá stabilní růst cash flow. Gordonův vzorec říká, že pokračující hodnota představuje současnou hodnotu nekonečné řady rostoucích peněžních toků. Takto nadefinován, vypadá Gordonův vzorec následovně [4]:

$$\text{Pokračující hodnota v čase PH} = FCF_{T+1} / i_k - g \quad (2.24)$$

$T$  = poslední rok prognózovaného období

$i_k$  = průměrné náklady kapitálu = kalkulovaná úroková míra

$g$  = předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé 2. fáze (nekonečna)

FCF = volný peněžní tok

(pro platnost vzorce je nezbytné dodržet podmínku  $i_k > g$ )

Pro určení  $FCF_{T+1}$ , tedy roku prvního po ukončení první fáze, kdy již nemáme k dispozici plán, použijeme (za předpokladu absence mimořádných podmínek) právě posledního plánovaného cash flow  $FCF_T$ . Odhad vypadá následovně:

$$FCF_{T+1} = FCF_T * (1 + g) \quad (2.25)$$

Pokud propočítáme výše uvedené a dosadíme do Gordonova vzorce, obdržíme informaci o velikosti druhé fáze - současnou hodnotu nekonečné řady rostoucích volných peněžních příjmů (Pokračující hodnotu) právě ke dni  $T + 1$ , tedy prvnímu dni po ukončení první fáze.

Pokud jsme u metody DCF – entity provedli veškeré náležitosti uvedené výše a dostalo se nám hodnoty podniku brutto, provedeme několik úprav shrnutých v tabulce níže, abychom z těchto dat spočetli výslednou hodnotu vlastního kapitálu.

Tab. 2.3. výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu

	Hodnota brutto (provozní)
-	Hodnota úročeného cizího kapitálu (ke dni ocenění)
=	Hodnota vlastního kapitálu (provozní)
+	Hodnota aktiv, která nejsou provozně nutná (ke dni ocenění)
=	Výsledná hodnota vlastního kapitálu

Zdroj: [4]

#### 2.4.1.2. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Tato metoda je také nazývána metodou kapitalizovaných zisků. Oceňovací postup kapitalizace čistých výnosů je aplikován především v německy mluvících zemích – zde se o něm mluví jako o postupu vedoucím ke zjištění výnosové hodnoty. Obecně se rozlišují dvě varianty metody kapitalizovaných čistých výnosů:

- Hodnota podniku má být počítána na základě peněžních toků – rozdílem mezi příjmy a výdaji. Obdobně jako u DCF – equity.
- Varianta vycházející z praxe se ovšem odlišuje – byla sestrojena institutem auditorů (IDW – odsud i Standardy IDW). Neužívá se zde peněžních toků, ale propočet vychází z upravených výsledků hospodaření – rozdíl výnosů a nákladů. Protože je tato metoda známá jako metoda praktiků, bude se ocenění podniku odvíjet právě tímto směrem. [4]

Postup při stanovení ocenění metodou kapitalizovaných čistých výnosů (kapitalizovaných zisků) lze shrnout dle Maříka (2007, s.263) do pěti bodů:

1. „Analýza a úprava dosavadních výsledků podniku
2. Prognóza budoucích čistých výnosů a propočet finanční potřeby a korekce čistých výnosů
3. Odhad kalkulované úrokové míry
4. Vlastní propočet výnosové hodnoty paušální metodou“



Pokud jde o propočet vlastní výnosové metody paušální metodou, děje se tak zejména proto, že mohou nastat případy, kdy je jakákoliv prognóza obtížná. V ostatních situacích je vhodné použít metodu analytickou, dle Standardu IDW. Při oceňování metodou paušální předpokládáme, že v budoucnu se podniku podaří vytvářet minimálně takových hodnot, jakých dosáhl v minulosti. Postup výpočtu u paušální metody by měl zahrnovat následující kroky:

- Analýza a úprava minulých výsledků hospodaření pro zjištění trvalého čistého výnosu.

Tab. 2.4. Úprava minulých VH na upravený výsledek hospodaření

VH před zdaněním
(+) Odpisy
(-) Finanční výnosy
(-) Tržby z prodeje DHM
(+) ZC prodaného DHM
(-) Mimořádné výnosy
(+) Mimořádné náklady
<b>Upravený výsledek hospodaření (UVH)</b>

Zdroj: [4]

- Tento trvalý čistý výnos k rozdělení vypočteme z minulých upravených výsledků hospodaření :

$$\text{Trvale odnímatelný čistý výnos (TČV)} = \sum_{(K, t)} q_t * \check{C}V_t \quad (2.26)$$

$\check{C}V_t$  = minulé upravené čisté výnosy

$q_t$  = váhy, které určují význam čistého výnosu za určitý minulý rok pro odhad budoucího trvale odnímatelného čistého výnosu

$K$  = počet minulých let zahrnutých do výpočtu [4]

- Posouzení schopnosti společnosti trvale dosahovat stejného trvalého čistého výnosu stejně, jak v minulém období.
- Stanovení kalkulované úrokové míry (viz. Mařík 2007, str. 231, 236) očištěné o inflaci a se zohledněním rizikové přírážky.
- Výpočet výnosové hodnoty podniku  $H_n$ :

$$H_n = TČV / i_k \quad (2.27)$$

$TČV$  = trvale odnímatelný čistý výnos

$i_k$  = kalkulovaná úroková míra

## **2.5. Použitá metodika**

- sběr dat (podnikové informace, výkazy, internet, jednotlivé publikace)
- analýza dat (viz kapitola 2.3.2. finanční, strategická analýza)
- syntéza (souhrnný komentář, propojení jednotlivě vypočtených částí ocenění, viz kapitola 4, 5 )
- rozhovor (informace, postřehy získané dialogem se zástupcem komory odhadců)
- aplikace oceňovacích metod a postupů nadefinovaných v teoretické části (viz. kapitola 2, 3)

### 3. Implementace vybraných metod

#### 3.1. *Představení společnosti*

Předmětem praktické části je ocenění společnosti XY, a.s., jejíž jméno bylo na žádost podniku utajeno.

##### **Základní údaje**

Obchodní firma:	XY
Základní kapitál:	500 000 tis. Kč
Právní forma podnikání:	akciová společnost
Předmět podnikání dle:	CZ-NACE: 10.61 Výroba mlýnských výrobků 10.71 Výroba pekařských, cukrárenských výrobků a jiných moučných výrobků

Kromě více než 1000 produktů tradičních pekárenských výrobků (pečivo slané, sladké, cereální, trvanlivé) se společnost probíjí na trh i svými cukrářskými výrobky, moukami a mlýnskými produkty (právě pro mlýnské výrobky zajišťuje společnost plošnou distribuci pro celou Českou republiku). Poměrově podnik vyrábí přibližně 71% pekařských výrobků, 26% mlýnských výrobků a 3% cukrářských výrobků. Tyto výrobky jsou mimo tuzemský trh exportovány na Slovensko, do Polska, Litvy, Estonska. Společnost dále provozuje 39 prodejen, především na Moravě.

Podnik se řadí mezi výrobce, kteří jakostí svých potravin získali národní značku kvality KLASA. Mezi ostatní ocenění, které společnost získala pak patří např. cena za nejlepší obal roku (pekárenská přepravka RFID tagem), z dalších ocenění např. Podnik podporující zdraví, nebo Zlatá salima. Pro podnik zabývající se výrobou potravin je nezbytné prokázat nejen nezávadnost jednotlivých produktů, ale i jejich kvalitu, stejně jako i kvalitní postupy při výrobě. Z certifikátů tedy např. IFS nebo certifikace ISO 9000:2001



## **3.2. Strategická analýza**

### **3.2.1. Analýza mikroprostředí**

Námi sledovaný podnik podle svého zaměření spadá do odvětví výroby potravinářských výrobků. Toto je přesně charakterizováno v odvětvové klasifikaci ekonomických činností platné od 1.ledna 2008 s názvem CZ – NACE. Zde je umístěno v SEKCI C (zpracovatelský průmysl) pod číselným označením:

10 Výroba potravinářských výrobků

10.61 Výroba mlýnských výrobků

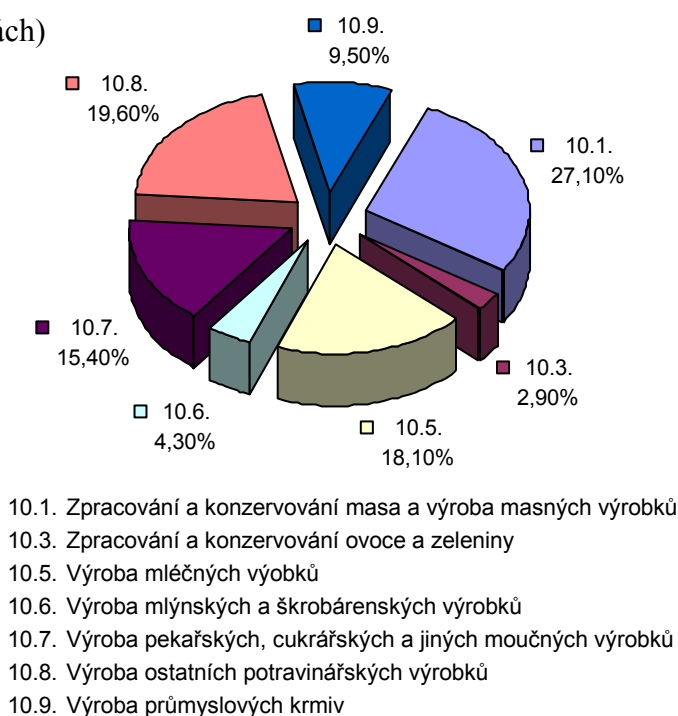
10.71 Výroba pekárenských, cukrárenských a jiných moučných výrobků

Odvětví výroby potravin je důležitým pilířem ekonomiky Evropské Unie, kde se podílí 2% na HDP, zaměstnává celkem 4,4 mil. osob, přičemž polovina obrátu je produkována malými a středními podniky.

V ČR se odvětví výroby potravin a nápojů podílí dohromady 2,7% na HDP, patří k nosným pilířům zpracovatelského průmyslu a jeho význam je umocňován faktem zabezpečování výživy obyvatelstva. Odvětví totiž obstarává výrobu zdravotně nezávadných, kvalitních a v širokém sortimentu dostupných produktů včetně regionálních specialit a biopotravin. Tyto jsou kontrolovány státními kontrolními institucemi, v roce 2009 jimi bylo vynaloženo výdajů za 170 mil. Kč.

V grafu sestrojeném níže jsou uvedeny podíly skupin v odvětví výroby potravinářských výrobků na celkových tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb. Námi sledovaná výroba mlýnských škrobárenských výrobků a výroba pekařských, cukrářských a jiných moučných výrobků dosáhla celkového podílu téměř 20 %.

Graf 3.1: Podíly oborů CZ-NACE 10 na tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb (údaje v běžných cenách)



Zdroj: [16]

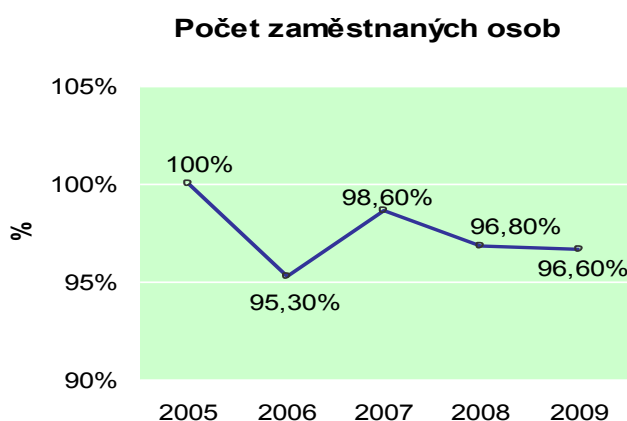
V roce 2010 dominoval ve výkonech odvětví podle dynamiky hrubé přidané hodnoty v reálném vyjádření zpracovatelský průmysl (+10,1 %), který během roku zesílil až na 16,7 % (4.čtvrtletí). Z cenového vývoje v potravinářství je patrný výrazný pokles cenového indexu pro rok 2009. Pro potravinářské výrobky celkem jsme zaznamenali pokles na 93% ceny minulého roku. Cenový index se nejvíce snížil u výrobců potravinářských produktů, kteří zaznamenali v předchozím roce nadměrný růst těchto cen. Největší pokles cen tak zaznamenal právě obor 10.6, klesl až na 79,5% loňských cen, pekařské výrobky pak průměrně dosahovaly 94% ceny roku 2008.

Počet podniků podnikajících v potravinářství klesl od roku 2005 o 128 podnikatelských subjektů. Podíl domácích podniků tvoří celých 98% firem z CZ-NACE 10. V oblasti mlynářství zůstává počet podniků stále přibližně na stejné hladině. V pekárství se však počet podnikajících firem od roku 2005 (2777 podnikatelských jednotek) do roku 2009 (2614 PJ) snížil více než v celém potravinářském odvětví, rozdíl činí 163 podniků.

Při rozboru tržeb odvětví od roku 2005 je patrný razantní pokles v posledním zkoumaném roce. Dopady ekonomicky obtížného roku 2009 se nevyhnuly ani jednomu z oborů v odvětví. Celkově poklesly tržby o 12%. V pekárství pak přibližně o 10%, tržby z výroby mlýnských a škrobářenských výrobků klesly o celých 19,5%!

Počty zaměstnanců se od roku 2007 snižují. Tento tlak na snižování počtu zaměstnanců je mj. vyvoláván neustálým zvyšováním žádosti firem po produktivitě. Od roku 2008 klesl počet zaměstnaných osob za celé odvětví pod 100 tisíc. Domácí firmy drží rozhodující počet pracovních míst. V oborech 10.7 je zaměstnáno přibližně 34502 zaměstnanců a v oboru 10.6 3237 zaměstnanců. Shodou okolností jde o největší a nejmenší počet zaměstnanců v odvětví. Naše společnost má v momentální evidenci průměrně 2303 zaměstnanců, což je přibližně o 50 méně než předcházející rok. Ačkoli se stavy zaměstnanců meziročně snižují, průměrné osobní náklady v odvětví od roku 2006 rostou, tato skutečnost souvisí především se mzdovým vývojem. Následující graf vypovídá o tendenci úbytku osob zaměstnaných v potravinářském průmyslu.

Graf 3.2.: Vývoj počtu zaměstnaných osob v potr. průmyslu v jednotlivých letech (pozn.: předchozí rok vždy 100%)



Zdroj: [16 ]

Zahraniční obchod s potravinářskými výrobky vykázal za rok 2009 výrazně vysoké záporné saldo ve výši téměř -34 mld. Kč. Námi sledované bory odvětví (10.6 a 10.7) vykázali v úhrnu záporné saldo v přibližné hodnotě – 5 mld. Kč. Celkový dovoz do ČR pro odvětví potravinářství se vyšplhal na úroveň 91 mld. Kč, zatím co vývoz dosáhl výše pouze 58 mld. Kč. ČR se tak stává zemí s vysokou dovozní náročností v oblasti potravin i navzdory tomu, že vlastní potřebné surovinové zázemí u většiny agrárních komodit. Hlavním teritoriem pro vývozu byly země Slovensko (31%), Německo (16%) a Polsko (9%), tedy sousední státy. Tyto státy pouze v jiném pořadí hráli hlavní úlohu i při dovozu zboží: Německo (28%), Polsko (18%) a Slovensko (9%).

Pokud jde o shrnutí, pak i v tomto ekonomicky obtížném roce se odvětví potravinářských výrobků podílelo zhruba 10% na produkčních ukazatelů celého zpracovatelského průmyslu. Ve srovnání se zeměmi EU vyvstává potřeba zvýšení produktivity práce, jejíž růst je v ČR zapříčiněn především poklesem zaměstnanosti, který by měl být nahrazen vhodnějším zvyšováním ekonomické výkonnosti ve výrobě. Nepříznivým stavem je výše popsáný zvýšený import potravin do ČR. Žádoucím trendem se předpokládá růst výrobků biopotravin a potravin regionálních. Právě podpora této produkce (např. značkou KLASA) by s sebou měla přinést překonání recese a oživení podnikatelského prostředí v celém odvětví. [16,17]

### **3.2.2. Analýza makroprostředí**

Na kvalitě, výkonnosti podnikatelských jednotek se značnou měrou podílí i vliv makroprostředí, ve kterém samotné společnosti existují. Je tedy žádoucí sledovat a vyhodnocovat vývoj a předpověď některých vybraných makroekonomických ukazatelů, které s sebou nesou možnost negativních/pozitivních dopadů na chod firmy.

Při analýze makroprostředí po rok 2010 musíme stanovit charakteristické ekonomické východisko tohoto období, kdy v předešlém roce byla ČR v plném rozsahu postižena hospodářskou recesí (2009). Z hlediska ekonomického růstu byl rok 2009 nejhorším od roku 1995. Vstup ČR do tohoto roku byl ovlivněn předchozím vývojem celosvětového hospodářského útlumu.

Rok 2010 s sebou přinesl postupné zrychlování tempa růstu HDP. Pouze poslední čtvrtletí tohoto roku vykázalo zpomalení tohoto tempa (pokles státních výdajů i investiční aktivity snižoval velikost ukazatele, naopak nový růst zásob po vyprazdňování v předchozím období (růst tvorby kapitálu o 4,2%) a rychlý růst dovozu a vývozu zboží a služeb (shodně 17,6%) se zasadili o růst ukazatele). V úhrnu stoupl HDP 2010 v porovnání s předchozím krizovým obdobím o 2,2 procenta (na rozdíl od 2009 – propad o 4%). Ve srovnání s EU 27 si ČR stála lépe. Ukazatel růstu HDP ČR pro rok 2010 přesahoval unii o 0,4%. Export zboží a služeb z ČR přesahoval unijní průměr téměř o polovinu. I míra nezaměstnanosti byla o více než 2% menší než v EU. Naproti tomu hlubším poklesem se vykázal vývoj investic, kde byl zaznamenán současný propad ČR ku EU (-4,6% ku - 0,4%). Poslední čtvrtletí 2010 zaznamenalo negativní rozdíl i mezi spotřebou domácností (EU +1%, ČR - 1,6%).

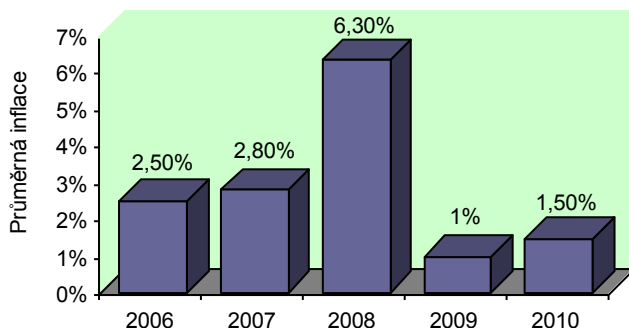
Zaměstnanost vykazovala pokles meziročně o 41 tisíc osob (to je téměř o 0,8 %). Průměrný stav zaměstnaných čítal v roce 2010 asi 5 185,382 tisíc osob. I v roce 2011 se předpokládá nepříznivý vývoj, počet volných pracovních míst ke 4. čtvrtletí 2010 činil

necelých 31 tis. Průměrná nominální i reálná měsíční mzda se v roce 2010 nevyvíjela příznivě. V úhrnu byl zaznamenán růst nominální mzdy pouze o 2 % a reálné mzdy pouze o 0,5 %. Produktivita práce vzhledem k vývoji celkové zaměstnanosti a hrubé přidané hodnoty oproti roku 2009 výrazně stoupla (+6,8 %)

Státní rozpočet v tomto roce zaznamenal zlepšení, zejména díky škrtům ve výdajích v posledním čtvrtletí. Deficit státního rozpočtu se tak zlepšil ze 192,4 mld. na 156,4 mld. korun. Schodek tak činil 4,3 % HDP (nominálního). Výše jsme se již zmínili o tom, že růst ekonomiky v posledním čtvrtletí 2010 zpomalil, vinu nese i zpomalený výběr daní, jako hlavního zdroje příjmu státního rozpočtu. Za poslední čtvrtletí rostl pouze o 4,7 % (ostatní čtvrtletí 5,9 % růst). Celkové příjmy státu ve srovnání s krizovým rokem 2009 ožily a rostly o 2,6 %. Zájem investorů o ČR po krizi opět významně zesílil a u přímých investic tak došlo ke zvýšení o 132 %.

Míra inflace vyjádřená přírůstkem průměrného ročního indexu spotřebitelských cen, která vyjadřuje procentní změnu průměrné cenové hladiny za 12 posledních měsíců proti průměru 12-ti předchozích měsíců se v doposud sledovaných letech vyvíjela následovně:

Graf 3.3.: Vývoj průměrné míry inflace



Zdroj: [20]

Velikost daně z příjmu právnických osob mezi lety 2006 až 2010 postupně činila 24 %, 24%, 21%, 20% a v roce 2010 to bylo 19 %. Pro rok 2011 se předpokládá stejná hladina daně z příjmů jako v roce 2010 a to ve výši 19%. Oproti ostatním letům se zde projevuje snížení a daňová úspora pro společnosti podnikající na území ČR.[21]

### **3.3. Finanční analýza**

Při ocenění podniku je jedním z neodmyslitelných prvků právě finanční analýza společnosti. Jde zde o odhalení finančního zdraví tohoto podniku. Protože tato analýza byla

sestavena v lednu 2011, kdy nebyly k dispozici doklady pro rok 2010, je posledním sledovaným rokem v jednotlivých ukazatelích právě rok 2009.

### 3.3.1. Ukazatele rentability

Tab. 3.1: Ukazatele rentability v %, viz. (2.1 až 2.3;)

U ukazatel rentability / rok	2006	2007	2008	2009
rentabilita celkového kapitálu ROA	7,07	5,01	7,09	7,25
rentabilita vlastního kapitálu ROE	9,29	14,68	11,52	10,34
rentabilita tržeb ROS	4,25	6,96	5,17	5,86
rentabilita nákladů ROC	95,75	93,04	94,83	94,14

Zdroj: vlastní zpracování

#### Rentabilita celkového kapitálu ROA

Ve vzorci pro výpočet ROA jsme užili výsledek hospodaření před zdaněním a úroky, jde zde totiž v první řadě o schopnost podniku zhodnotit veškerá svá aktiva (jak pomocí cizích, tak pomocí vlastních zdrojů), proto jsme užili i zisku určeného jak pro vlastníky, věřitele, tak pro stát. Mezi lety 2006 a 2007 došlo k poklesu výsledku hospodaření typu EBIT a nárůstu aktiv - dlouhodobého majetku týkajícího se podílů v ovládajících a řídicích osobách (navýšením majetkové účasti), což spolu s poklesem rentability tržeb relativně stejným obratem aktiv mělo za následek i meziroční pokles ROA. Rok 2007 se vyznačuje nejmenší hodnotou EBIT. V následujících letech pak společnost vykazuje relativně stabilní obrat aktiv s každoročně se zvyšující rentabilitou tržeb, což má i vliv na rostoucí charakter ukazatele ROA v letech 2008 a 2009.

#### Rentabilita vlastního kapitálu ROE

Na rozdíl od výše uvedeného ukazatele se zde používá v čitateli namísto EBITu EAT. Důvodem je požadavek akcionářů, investorů na zjištění dodatečného čistého výnosu z vkladu do společnosti. Tento výnos je vlastně ziskem z investovaného kapitálu a proto by měl být vyšší než výnosová míra desetiletých dlouhodobých státních dluhopisů (bezrizikových, garantovaných státem), která byla v jednotlivých letech následující: 2006=3,78% 2007=4,4% 2008=4,6% 2009=4,9% 2010=4,2%. Tato podmínka je plněna každoročně (riziková prémie nejvyšší v roce 2007, zde činí 10,38%), nicméně od roku 2007 má ukazatel klesající charakter. Tento může být zapříčiněn rostoucím vlastním kapitálem (nejdražší složky financování) a přitom klesajícím čistým ziskem.

### Rentabilita tržeb ROS

Jak je patrné, při daných podmínkách společnost vytváří nejlepších hodnot v roce 2007. Schopnost z daných tržeb vytvářet zisk v tomto roce vyšplhala na téměř 7 %. V tomto roce bylo dosaženo zdaleka největšího hospodářského výsledku. Po mírném poklesu v následujícím roce 2008 společnost opět vnáší do poměrového ukazatele ROS rostoucí tendenci. Zde ovšem POZOR. Musíme si uvědomit že růst v roce 2009 je způsoben poklesem hodnoty tržeb i hodnoty zisku, což má sice za následek růst ROS, ale z praktického hlediska je takovýto růst spíše nežádoucím.

Doplňujícím ukazatelem je ukazatel rentability nákladů, který je uvedený níže, v absolutním vyjádření:

Tab. 3.2: Ukazatel rentability nákladů viz. (2.3)

	2006	2007	2008	2009
Počet haléřů na 1 Kč tržeb	0,96	0,93	0,95	0,94

Zdroj: vlastní zpracování

Na tomto základě můžeme říci, že společnosti se náklady projevily v tržbách nejvíce v roce 2006 a nejméně v roce 2007. Od roku 2008 se tyto náklady snižují, jedná se tedy o žádoucí stav.

### 3.3.2. Ukazatele aktivity

V následujících ukazatelích je analyzována schopnost podniku využívat svá aktiva.

Tab. 3.3: Ukazatele aktivity viz. (2.12 až 2.17)

Počet obrátek, doba obratu ve dnech / rok	2006	2007	2008	2009
obrat aktiv	1,19	1,19	1,39	1,30
obrat zásob	29,76	34,17	49,21	44,36
obrat pohledávek	5,32	3,99	4,70	4,44
doba obratu aktiv	303	303	258	276
doba obratu zásob	12	11	7	8
doba obratu pohledávek	68	90	77	81

Zdroj: vlastní zpracování

**Aktiva.** Při průzkumu aktiv můžeme spatřit, že podnik je schopen celkové obnovy aktiv z tržeb za necelý rok. Počet obrátek (kolikrát podnik protočí aktiva v tržbách za jeden rok) má spíše tendenci růst, což se stává vítaným vývojem. Kdyby totiž ukazatel spíše stagnoval, nebo klesal, znamenalo by to nižší využívání aktiv a tím pádem i jejich zbytečnost.

S obrátkovostí souvisí i doba obratu aktiv. Ta se postupně v závislosti na obrátkovosti snižuje od hranice 300 dnů až po 276 dnů. Mimořádná je i situace, kdy doba obratu dosáhne stejných výsledků v letech 2006 a 2007 (počet obrátek se zde začíná odlišovat až v desetitisícinách).

**Zásoby.** Podnik během zkoumaného období nezaznamenává nijak velké množství finančních prostředků vázaných v zásobách. Z finančního hlediska je to dobrá zpráva, peníze zde vázané mají nejmenší hodnotu, firma je totiž nemůže zhodnotit na jiných, výhodnějších místech. V jednotlivých letech se navíc postupně stavy zásob snižují, což můžeme vysledovat i z obrátkovosti zásob. Ta příznivým vývojem každý rok roste, výjimkou je rok 2009, zde je sice opět uplatňován pokles zásob, ovšem hodnota tržeb, které dosáhly nejmenších výsledků ukazatel obrátkovosti snížila (pokles z 49 na 44 obrátek ročně). Doba obratu nepřímo úměrně kopíruje vývoj obrátek zásob v jednotlivých letech. Čím větší počet obrátek, tím menší dobu podnik potřebuje k expedici zásob ze skladu. Roku 2006 začíná na 12 dnech, v roce 2008 už je to jen 7. Rok 2009 opět kvůli menším celkovým tržbám lehce vybočuje.

**Pohledávky.** Hodnoty obrátů pohledávek nám říkají, kolikrát za rok nám dlužníci splatí své závazky. Je to v průměru čtyřikrát až pětkrát. To znamená, že odběratelé nám jsou dlužní od 68 do asi 90 dnů. Společnost tak v podstatě vytváří odběratelské úvěry, které nejsou úročeny. Bohužel zde můžeme vysledovat tuzemský trend, kdy je pro neukázněné odběratele normální splácet své závazky až po uplynutí 3 měsíců od vzniku závazku.

**Závazky.** Když přitom pohlédneme na doby obratu závazků společnosti, můžeme vysledovat, že podnik je daleko zodpovědnější ve splácení svých závazků než jeho odběratelé. Následující tabulka poukazuje právě na počet dní ve kterých náš podnik zpravidla hradí své dluhy:

Tab. 3.4: Výpočet doby obratu závazků viz. (2.17)

	2006	2007	2008	2009
obrátka závazku	8,88	6,92	6,94	9,14
doba obratu závazků ve dnech	41	52	52	39

Zdroj: vlastní zpracování

Z výše uvedených informací lze vyčíst, že se společnost svou zodpovědností staví do nepříjemné situace, kdy své dluhy dodavatelům platí častěji, než jí přicházejí peníze od dlužníků (odběratelů). Pokud by byly rozdíly opravdu markantní, mohou ohrozit likviditu podniku, které se budeme věnovat níže.



### 3.3.3. Ukazatele zadluženosti

Tab. 3.5: Hodnota ukazatelů zadluženosti viz. (2.7 až 2.11)

	2006	2007	2008	2009
Celková zadluženost (věřitelské krytí - debt ratio)	54,92%	53,72%	50,99%	44,34%
Koeficient samofinancování	45,05%	46,28%	49,01%	55,65%
Míra zadluženosti	1,22	1,16	1,04	0,80
Ukazatel úrokového krytí	10,01	4,64	5,88	8,25
Multiplikátor jmění vlastníků	1,92	3,14	2,06	1,76

Zdroj: vlastní zpracování

**Celková zadluženost.** Na koeficient celkové zadluženosti a jeho interpretaci můžeme pohlížet ze dvou hledisek. V našem případě koeficient zadluženosti splňuje hranici oněch 30 – 60 %. V roce 2006 začíná téměř na 55% (přes polovičním) podílu cizího kapitálu na vlastních aktivech a v jednotlivých letech postupně klesá až na hranici 45%, kterou dosahuje v roce 2009. Z hlediska věřitelů jsou snižující se hodnoty příznivé. Očekávají totiž, že s větším podílem vlastního kapitálu klesá i riziko na jejich uspokojení např. při úpadku. Věřitelé zde cítí, jak se jim hutní “bezpečnostní polštář“. Z pohledu managerů však můžeme vycítit sklony k zvětšování tohoto ukazatele z důvodu užití tzv. finanční páky. Zvyšování cizího kapitálu totiž za určitých podmínek vede ke zvyšování ROE (rentability vlastního kapitálu)

**Koeficient samofinancování.** Jestliže ukazatel celkové zadluženosti bral v potaz poměr cizího kapitálu ku celkovému, tento si bere na paškál poměr vlastního kapitálu a celkového kapitálu. Je tak jakýmsi protivorcem, který by měl doplnit hodnotu celkové zadluženosti do 100 %. Děje se tak pouze s minimálními rozdíly zapříčiněnými změnou rezerv. Vyvíjí se nepřímo úměrně k celkové zadluženosti. V tomto případě stoupá během 4 let o více než 10 procent (s tím jak se mění kapitálová základna z převážně vlastního na převážně cizí kapitál).

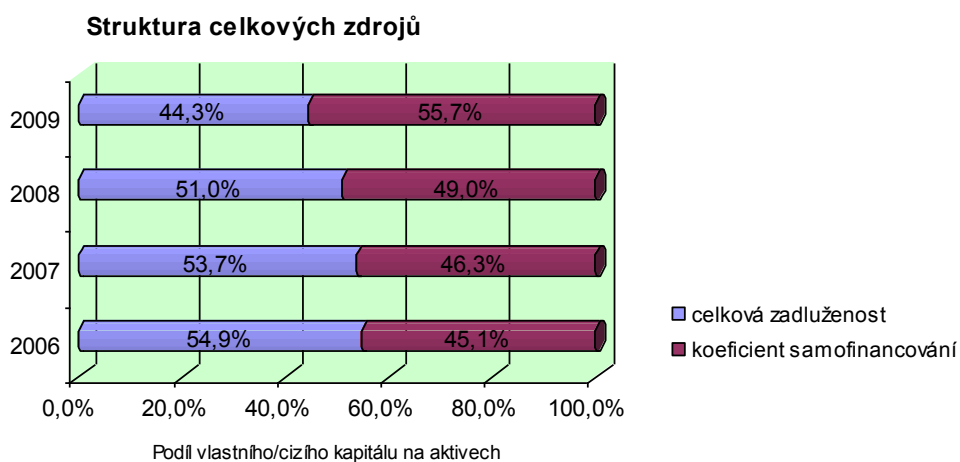
**Míra zadluženosti.** Zde můžeme díky poměru cizího ku vlastnímu kapitálu celkem jasně vidět, že jsme od roku 2006 až do roku 2008 financovali spíše cizím kapitálem. K oné změně struktury financování převážně vlastním kapitálem došlo až v roce 2009, kdy můžeme i z grafu vyčíst měnící se strukturu.

**Ukazatele úrokového krytí.** S ukazatelem úrokového krytí podnik nemá žádné problémy. Pokud jde totiž o placení nákladových úroků, firma je tyto schopna z tržeb uhradit

téměř od pěti do desetinásobku jejich výše. Splňuje tak minimální limity zdravého podniku nastolené v teoretické části, a v roce 2006 je dokonce téměř jedenkrát přesahuje.

Graf níže zobrazuje podíly cizích/vlastních zdrojů na celkových aktivech. Je zde patrná snaha společnosti k ústupu od financování cizími aktivy a volný přechod k financování vlastním kapitálem.

Graf 3.4: Struktura celkových zdrojů, viz tab. 3.5



Zdroj: vlastní zpracování

### 3.3.4. Ukazatele likvidity

Tab. 3.6: Ukazatele likvidity viz. (2.4 až 2.6)

	2006	2007	2008	2009
okamžitá likvidita	0,18	0,59	0,09	0,19
pohotovostní likvidita	2,61	1,73	1,54	1,89
běžná likvidita	2,83	1,89	1,65	2,05

Zdroj: vlastní zpracování

Podnik vykazuje v jednotlivých ukazatelích likvidity relativně stabilní vývoj. Pohotovostní i běžnou likviditou podnik proplová vždy nad spodní hranicí limitů stanovených pro plynulý chod podniku. V případě běžné likvidity je nejsilnějším rokem rok 2006, kdy podnik interval 1,5 – 2,5 dokonce překračuje. Pohotovostní likviditu pak splňuje nad rámec těchto limitů. To je pro věřitele jistě dobrá zpráva, ovšem pro vlastníky je to podnětem k přemýšlení o množství kapitálu vázaném v oběžných aktivech. Nejhorší výsledky podnik dosahuje v rámci ukazatele okamžité likvidity. Zde pro prostředí České republiky v roce 2008 nesplňuje ukazatel nejnižší, už kritickou hodnotu 0,2. Je tomu tak z důvodu nízkého stavu

okamžitých peněžních prostředků (ekvivalentů) na konci roku. Podnik si ovšem tuto nízkou likviditu (aktuálních peněžních zůstatků na běžných účtech) drží dlouhodobě, např. v letech 2006 a 2009 se podnik vyskytoval také pod stanovenými limity vycházejícími z praxe. Je však nutné podotknout že díky možnosti využít v dnešní době finančních nástrojů, jako je např. využívání kontokorentních služeb bank, nízké hodnoty okamžité likvidity vést k záhubě podniku nebudou.

Závěrem je třeba říci, že pro výpočet okamžité likvidity je nutné znát mimoúčetní informace o závazcích splatných nejpozději v den sestavení ukazatele a dříve. Na základě absence těchto hodnot jsme použili jako náhradu závazky k zaměstnancům, sociálnímu a zdravotnímu pojištění a daňové závazky státu.

### Altmanova formule bankrotu

Tab. 3.7: Z-skóre pro rok 2009 viz. (2.18)

Altmanova formule bankrotu (Z-skóre)		
Hodnoty faktorů	X1	0,199
	X2	0,378
	X3	0,072
	X4	0,439
	X5	1,305
$Z = 0,717 X1 + 0,847 X2 + 3,107 X3 + 0,42 X4 + 0,998 X5$		
<b>Z = 2,17</b>		

Zdroj: vlastní zpracování

Propočtem získaným Altmanovou formulí bankrotu ze vstupních dat českého typu účetních výkazů jsme zjistili, že firma nemá sklony k bankrotu. Zkoumali jsme rok posledních dostupných výkazů, tedy rok 2009. Výsledek, který jsme obdrželi se svou velikostí řadí do pásma nevyhraněného (šedé zóny, neboli „grey area“) v rozmezí mezi 1,2 bodu a 2,9 bodu.. Níže od tohoto intervalu se nachází pásmo bankrotu a výše pásmo prosperity. Firmy pohybující se v pásmu šedé zóny nejeví žádné znaky finančních problémů, ale zároveň nevypovídají o uspokojivé finanční situaci. Pokud bychom však zhodnotili samotnou polohu výsledného čísla mezi jednotlivými pásmy, můžeme říci, že je blíže pásmu prosperity.

### **3.4. Finanční plán**

Pro finanční plán bude využito informací získaných ze strategické a finanční analýzy. Bude přihlédnuto k dosavadnímu vývoji společnosti. Ve finančním plánu se pokusíme o prognózu výkazů zisku a ztráty, rozvahy a cash flow.

#### **3.4.1. Výkaz zisku a ztráty**

Základem je predikce celkových tržeb. Z propočtu minulých období bylo zjištěno průměrné tempo růstu tržeb v hodnotě 8,28 %. Odhad bude tedy stavět na dosavadním vývoji těchto tržeb a dosaženého tempa růstu se budeme držet. Výchozím obdobím bude rok 2009. V tomto roce však klesly tržby až na hodnotu roku 2007. Na základě vývoje jsme tedy pro rok 2010 zvolili růst 6%, 2011 7% a zbývající roky se již drží 8% růstu.

Celkové náklady na dosažené tržby jsou zjištěny z minulosti jako průměrný procentuální podíl na tržbách. V letech 2006 až 2009 se pohyboval mez 72% až 76%. Výchozí rok 2009 dosáhl 4letého minima nákladů na materiál, podobný vývoj budeme očekávat i v roce 2010. Zbytek predikce se bude s rostoucími lety přibližovat k průměru (74,86%).

Odpisy se budou na základě informací o plynule se zvyšujícím majetku i růstu samotných odpisů pravidelně navyšovat, a to o hodnotu 6,82% ze stavu dlouhodobého majetku spočtenou z průměrného podílu odpisů na tomto majetku ve zkoumaných letech 2006 až 2009.

Osobní náklady mají neustálou tendenci se zvyšovat. V průměru obsahují kolem 19% tržeb. Na základě zjištěného průměrného tempa růstu jsme zjistili, že rostou zhruba o 2,9 % ročně. S tímto údajem budeme počítat i ve finančním plánu.

Vývoj daní a poplatků se v minulosti nevyvíjel podle výše tržeb. Proto jsme nepřistoupili k pevnému podílu na nich, ale k tempu růstu daní a poplatků, jejichž odhad jsme kvůli mimořádným hodnotám v letech 2008 a 2009 spočetli z let 2006 a 2007.

Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu jsou každoročně určovány z průměrného podílu na celkových tržbách. Pro tuto skupinu tržeb činí průměrné procento přibližně 2,8 %. S tímto se počítá všechna léta, tedy léta 2010 až 2013.

Změna stavu rezerv je určena v konstantní velikosti pro všechna léta podléhající finančnímu plánu.

Zůstatková cena dlouhodobého majetku a materiálu je odvislá od průměrného podílu na tržbách, který činí 2,40 %.

Při odhadu ostatních provozních výnosů a nákladů jsme jejich výši stanovili na 0,77 a 1,3 % z tržeb.

Pro finanční část výkazu zisku a ztráty jsme nastavili výši nákladových úroků na hodnotu 4,00 % z celkové výše úvěrů. Výnosové úroky se pak každoročně budou podílet 0,26% z celkových tržeb.

Pro položku finančních nákladů a finančních výnosů jsme shrnuli jednotlivé části VZZ a podílem na tržbách určili každoroční vývoj pro výnosy 1,79 a 1,24 %.

Daňové zatížení pro rok 2010 a 2011 je stanoveno na 19%. Pro ostatní roky počítáme se stejnou daní jako pro roky 2010 a 2011.

Tab. 3.8: Finanční plán VZZ

	2009	2010	2011	2012	2013
Celkové tržby	3 418 396	3 623 500	3 877 145	4 187 316	4 522 302
Celkové náklady	2 446 203	2 608 920	2 810 930	3 098 614	3 369 115
<b>Přidaná hodnota</b>	<b>972 193</b>	<b>1 014 580</b>	<b>1 066 215</b>	<b>1 088 702</b>	<b>1 153 187</b>
Odpisy	117 468	119 247	133 771	150 064	168 341
Osobní náklady	726 778	747 694	769 212	791 348	814 123
Daně a poplatky	7 901	8 055	8 212	8 372	8 536
Tržby z prodeje DH a DNH majetku	95 169	102 837	110 036	118 838	128 346
Zustatková cena prodaného majetku	104 500	87 120	93 218	100 676	108 730
Změna stavu rezerv	-48 202	-48 202	-48 202	-48 202	-48 202
Ostatní rovozní výnosy	61 957	27 962	29 920	32 313	34 898
Ostatní provozní náklady	34 569	47 238	50 545	54 588	58 955
<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>186 305</b>	<b>184 227</b>	<b>199 415</b>	<b>183 008</b>	<b>205 949</b>
Výnosové úroky	5 400	9 601	10 274	11 095	11 983
Nákladové úroky	22 571	20 757	19 495	18 310	17 198
Finanční výnosy	12 996	64 778	69 312	74 857	80 846
Finanční náklady	-498	44 899	48 041	51 885	56 035
<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-3 677</b>	<b>8 724</b>	<b>12 049</b>	<b>15 758</b>	<b>19 596</b>
<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>182 628</b>	<b>192 952</b>	<b>211 464</b>	<b>198 766</b>	<b>225 545</b>
Daň z příjmu za běžnou činnost	34 668	36 661	40 178	37 765	42 854
<b>Výsledek hospodaření za účetní období</b>	<b>147 960</b>	<b>156 291</b>	<b>171 286</b>	<b>161 000</b>	<b>182 692</b>

Zdroj: vlastní zpracování

### 3.4.2. Rozvaha

Níže je rozvedena predikce aktiv a pasiv. Jde o přehled predikce nejdůležitějších položek rozvahy, potřebných ke zpracování následně užitých oceňovacích metod.

Celkový dlouhodobý majetek se z analýzy předchozích období pohyboval průměrným tempem růstu ve výši 12,18% mezi jednotlivými lety. Dlouhodobý nehmotný majetek je dán především položkou software a to na základě nutnosti neustálé aktualizace software. Podstatnou část DNHM tvoří i hodnota goodwill vytvořeného fúzí společností od roku 2009, která je v následujících letech snižována o odpisy.

Naplánování položky budov, staveb a zařízení (tedy dlouhodobého hmotného majetku) vychází z průzkumu let 2007 až 2009, kdy byl zjištěný průměrný podíl na dlouhodobém majetku zhruba ve výši 70 %. V této výši odhadujeme DHM i pro roky 2010 až 2013.

Finanční dlouhodobý majetek je založen především na hodnotách podílů v ovládaných a řízených osobách, jeho velikost předpokládáme každoročně ve výši přibližně 29% podílu na dlouhodobém majetku.

Oběžný majetek bude tvořen především krátkodobými pohledávkami s podílem asi 28% na celkových tržbách odhadovaných v plánovaném VZZ. U krátkodobých pohledávek se počítá s největší účastí pohledávek z obchodních vztahů. Dlouhodobé pohledávky pak budou tvořit přibližně jen 2,35 % těchto tržeb. Kupříkladu zásoby zastávají téměř stejnou vahou svůj podíl na tržbách (2,64%) jako výše uvedená položka.

V rámci predikce pasiv, tedy vlastního kapitálu a cizích zdrojů byl při odhadu dodržen současný trend v hospodaření firmy a to převahy financování z vlastního kapitálu.

U krátkodobých závazků předpokládáme meziroční růst průměrně o 7,6%. U bankovních úvěrů a výpomocí je patrný dosavadní meziroční pokles. V odhadu předpokládáme s ročním poklesem přibližně 6%.

Tab. 3.9: Finanční plán rozvahy

	2010	2011	2012	2013
<b>Aktiva celkem</b>	<b>2 974 702</b>	<b>3 274 894</b>	<b>3 620 319</b>	<b>4 003 600</b>
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>1 747 331</b>	<b>1 960 147</b>	<b>2 198 884</b>	<b>2 466 697</b>
hmotný	1 228 539	1 378 169	1 546 023	1 734 321
nehmotný	20 700	23 222	26 050	29 223
finanční	498 092	558 757	626 811	703 153
<b>Oběžný majetek</b>	<b>1 227 372</b>	<b>1 314 747</b>	<b>1 421 436</b>	<b>1 536 903</b>
Zásoby	95 787	102 492	110 691	119 547
Dlouhodobé pohledávky	85 033	90 985	98 264	106 125
Krátkodobé pohledávky	1 030 562	1 102 701	1 190 918	1 286 191
Peníze a peněžní ekvivalenty	15 989	18 568	21 562	25 040
<b>Pasiva celkem</b>	<b>2 974 702</b>	<b>3 274 894</b>	<b>3 620 319</b>	<b>4 003 600</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>1 655 422</b>	<b>1 822 479</b>	<b>2 014 708</b>	<b>2 228 003</b>
Základní kapitál	500 000	500 000	500 000	500 000
Fondy tvořené ze zisku	80 772	76 543	107 772	138 376
Výsledek hospodaření minulých let	918 359	1 074 650	1 245 936	1 406 936
Výsledek hospodaření běžného uce období	156 291	171 286	161 000	182 692
<b>Cizí zdroje</b>	<b>1 349 028</b>	<b>1 485 164</b>	<b>1 641 815</b>	<b>1 815 633</b>
Rezervy	214 625	333 091	465 732	609 304
Dlouhodobé závazky	89 296	98 308	108 677	120 182
Krátkodobé závazky	526 478	566 656	609 900	656 445
Bankovní úvěry a výpomoci	518 629	487 110	457 506	429 701

Zdroj: vlastní zpracování

### 3.5. Ocenění podniku

#### 3.5.1. Ocenění podniku metodou DCF- entity

U námi oceňovaného podniku předpokládáme nekonečně dlouhou dobu jeho existence, proto bylo nasnadě zvolit právě metodu, která se zakládá na přepočtu volných peněžních toků. Pro ocenění podniku metodou DCF – entity si nejdříve musíme nadefinovat FCFF. Jde o peněžní toky pro vlastníky a věřitele, které budeme počítat pomocí nepřímé metody. Pro tento FCFF je hned vedle investic nejdůležitějším atributem takzvaný korigovaný výsledek hospodaření KPVH.

##### 3.5.1.1. Stanovení FCFF

Pro výpočet FCFF k této metodě je nezbytné použít plánovaných výkazů, které jsou nadefinovány na jednotlivá léta v sekci finančního plánu. V tabulce níže bude tedy uveden pouze výpočet FCFF pro jednotlivá léta. Nejprve však musíme upravit provozní výsledek hospodaření na již zmiňovaný KPVH uvedený v tis. Kč v následující tabulce:

Tab. 3.10: Výpočet korigovaného VH viz. tab. (2.2)

	2010	2011	2012	2013
Provozní VH	184 227	199 415	183 008	205 949
- tržby z prodaného majetku	102 837	110 036	118 838	128 346
+ náklady z prodaného majetku (ZC)	87 120	93 218	100 676	108 730
<b>= Korigovaný provozní VH</b>	<b>168 510</b>	<b>182 597</b>	<b>164 845</b>	<b>186 333</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Z provozního výsledku hospodaření jsme byli nuceni vyjmout tržby z prodeje majetku a materiálů a též ho upravit o náklady na prodaný majetek a materiál, nejedná se totiž o výnosy a náklady spojené s hlavní činností podniku, navíc z dlouhodobého hlediska nemůže předpokládat pravidelný podíl této položky na celkovém VH.

Pro finanční výsledek hospodaření (důvodu, který je uveden u prodeje majetku a materiálů) nezahrnujeme do KPVH tržby a náklady spjaté s prodejem CP. Zisk nebudeme snižovat o nákladové úroky, neboť budeme pracovat se ziskem určeným pro vlastníky i věřitele! Výnosy z fin. majetku a náklady se týkají především cenných papírů, proto též nebudou zahrnuty do výpočtu KPVH. Výnosové úroky bychom mohli uvažovat v KPVH pouze ve velikosti úroků z vkladů na B.Ú., pro svou minimální hodnotu však uvažovány nebudou.

Mimořádný výsledek hospodaření už ze své podstaty není zahrnut ani ve finančním plánu a z hlediska neustálé existence podniku jej ani nebudeme brát při ocenění v úvahu.

Abychom mohli stanovit vývoj cash flow, nejdříve je nutné určit přírůstky čistého pracovního kapitálu v jednotlivých letech jako investic do provozně nutného pracovního kapitálu. Z jednotlivých položek plánované rozvahy jsme tedy sestrojili tabulku.

Tab. 3.11: Výpočet změny ČPK

	2010	2011	2012	2013
výše čpk	700 894	748 091	811 535	880 458
Δ ČPK	59 854	47 197	63 444	68 922

Zdroj: vlastní zpracování

Poslední položkou spadající do FCFF je velikost investic do dlouhodobého majetku. Tyto investice byly odhadnuty na základě podílu na tržbách. Pro roky 2010 až 2013 tedy budou investice do DM ve výši 2,03 % odhadovaných tržeb ročně. S těmito informacemi již můžeme sestrojit FCFF, postup výpočtu je zachycen v následující tabulce:

Tab. 3.12: Výpočet FCFF viz. tab. (2.1)

	2010	2011	2012	2013
Korigovaný provozní VH	168 510	182 597	164 845	186 333
Daň	32 017	34 694	31 321	35 403
KPVH po dani	136 493	147 904	133 525	150 930
Odpisy	119 247	133 771	150 064	168 341
Δ ČPK	59 854	47 197	63 444	68 922
Investice do DM	73 459	78 601	84 889	91 680
<b>FCFF</b>	<b>122 427</b>	<b>155 877</b>	<b>135 255</b>	<b>158 668</b>

Zdroj: vlastní zpracování

### 3.5.1.2. Stanovení WACC

Při sestrovování odhadu ocenění podniku metodou DCF–entity je nutné pro výpočet stanovit diskontní míru na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu – WACC. Náklady kapitálu zde budou odpovídat příjmům, které investoři budou očekávat vzhledem k riziku spojeným s teoretické investice do nákupu podniku. Při sestavování budeme postupovat podle vzorce (2.20)  $WACC = n_{ck}(1 - d)CK/K + n_{vk} VK/K$ . Abychom do tohoto vzorce mohli doplnit údaje a spočítat jej, musíme znát náklady na vlastní kapitál a náklady na cizí kapitál. Postup pro výpočet je asi následující:

1. Určení vah jednotlivých složek kapitálu na celkovém investovaném kapitálu
2. Určení nákladů na cizí kapitál
3. Určení nákladů na vlastní kapitál
4. Propočet průměrných vážených nákladů kapitálu [4]



### Určení vah jednotlivých složek kapitálu na celkovém investovaném kapitálu

V ideálním případě by mělo probíhat určení vah na základě tržního ocenění složek vlastního kapitálu (zejména základního, kde je největší rozdíl mezi účetní a tržní hodnotou). A taktéž by mělo být přihlédnuto pouze k cizímu kapitálu, z něhož jsou placeny nákladové úroky. V druhém případě jsme byli schopni požadované splnit. V případě odhadnutí tržní ceny ZK bychom však (vzhledem k neúčasti společnosti na obchodování s CP) mohli dojít k odlišnému, nebo dokonce zcela mylnému odhadu. Vždyť právě určení hodnoty podniku je prioritním cílem této práce. Proto jsme při stanovování vah vycházeli z účetní základny.

Tab. 3.13: Výpočet vah jednotlivých složek kapitálu

Forma kapitálu	Hodnota	Váha
Vlastní kapitál (tis.Kč)	1 430 626	0,72
Cizí kapitál úročený (tis.Kč)	552 188	0,28
Cellkový investovaný kapitál	1 982 814	1

Zdroj: vlastní zpracování

### Určení nákladů na cizí kapitál

Protože při získávání příslušné formy cizího kapitálu pro naši společnost (zejména dlouhodobého) byly nominální úrokové míry odlišné od aktuálních měr na kapitálovém trhu, nelze stanovit náklady cizího kapitálu výpočtem efektivní úrokové míry. WACC sestavené na tomto podkladu pro diskontování celé budoucnosti podniku by byly chybné. Východiskem je tedy užití alternativního postupu, který vychází z tržních dat, tj. aktuální výnosnosti státních dluhopisů k datu ocenění. K těmto pak je nutné přičíst doporučenou přírážku k aktuální výnosnosti dlouhodobých státních dluhopisů, určenou dle již vypočteného úrokového krytí. V tabulce níže tedy byly zjištěny následující data:

Tab. 3.14: Stanovení přírážky k Ø výnosnosti státních dluhopisů

hodnota úrokového krytí	pro rozpětí	rating	doporučená přírážka k aktuální výnosnosti dl. státních dluhopisů	Ø výnosnost státních dluhopisů
8,25	5,50 - 8,49	AA	1,00%	4,16%

Zdroj: [12] (tab. 4-5, str. 179)

Průměrný výnos státních dluhopisů je vypočten z průměrných měsíčních hodnot dlouhodobých státních CP pro rok 2010 (viz. příloha č.4). Z výše uvedeného tedy vyplývá, že hodnota cizího kapitálu by měla být 4,16%. Avšak s ohledem na výši úrokového krytí, které se nachází na samotné hranici ratingu AA a nejlepšího ohodnocení AAA (s doporučenou přírážkou 0,75% viz. [12] ) bude k průměrným výnosům státního dluhopisu přičtena přírážka stanovená průměrem obou skupin. Výsledná hodnota nákladů na cizí kapitál tak činí: **5,02 %**.

### Určení nákladů na vlastní kapitál.

Pro určení nákladů na vlastní kapitál byla zvolena metoda stavebnicová. Forma této stavebnicové metody je nazývána komplexní. Název vyplývá z pokusu o co nejširší podchycení všech rizik, které by bylo vhodné zanést právě do výpočtu diskontní míry. Výsledkem je součet několika dílčích rizikových přírážek. Bude aplikován následující postup:

1. vymezení faktorů rizika
2. ohodnocení stupně rizika
3. převod zjištěných stupňů rizika na velikost rizikové přírážky

Celkový propočet touto metodou je pak tvořen těmito kroky:

Výnosnost bezrizikových cenných papírů

+ Přírážka za riziko

---

= Kalkulovaná úroková míra

### Základní informace k propočetné úrokové míře vlastního kapitálu.

V tabulce níže jsou popsány základní faktory rizika v jednotlivých skupinách, kterým jsou přiděleny váhy. Budeme předpokládat u všech obchodních faktorů stejnou váhu, u faktorů finančních pak váhu zvýšenou. Pro určení rizikové přírážky bylo nadefinováno 30 faktorů rizika rozdělených tématicky do jednotlivých skupin.

Tab. 3.15: Určení n faktorů rizika

	Počet kritérií	Váha	počet * váha
<b>OBCHODNÍ RIZIKO</b>	<b>24</b>	<b>1</b>	<b>24</b>
I. Rizika oboru	4	1	4
II. Rizika trhu	3	1	3
III. Rizika konkurence	7	1	7
IV. Management	3	1	3
V. Výrobní proces	4	1	4
VI. Specifické faktory	3	1	3
<b>FINANČNÍ RIZIKO</b>	<b>6</b>	<b>1,3</b>	<b>7,8</b>
<b>Počet celkem</b>	<b>30</b>		<b>31,8</b>

Zdroj: vlastní zpracování, vzor viz. lit. [4]

Počet faktorů rizika (se zohledněním vah) používaných v dalších výpočtech je  $n = 31,8$ .

Stupňů rizika použijeme pro výpočet rizikové přírážky v hodnotách  $X$  od 1 do 4.

Bezriziková míra výnosnosti na úrovni dlouhodobých státních CP dle CNB  $r_f = 4,16\%$ .

Maximální náklady vlastního kapitálu = 28%. To znamená že maximální riziková přírážka by měla být ve výši  $28 - 4,16 = 23,84\%$ .

Koeficient horní hranice nákladů vlastního kapitálu dle vzorce (2.22)

$$a = (n_{VKmax} / r_f)^{1/4} = (28/4,16)^{1/4} = 1,611.$$

Stanovení rizikové přírážky pro 1 faktor: dle vzorce (2.21)

$$RP = (a^X - 1) * (r_f / n)$$

Následující tabulka provází výpočtem rizikových přírážek (RP) v % pro jednotlivé stupně rizika, tyto jsou propočteny na hodnotu každého jednoho dílčího faktoru rizika. Veškeré vstupní údaje jsou uvedeny výše.

Tab. 3.16: Určení rizikových přírážek k jednotlivým stupňům rizika

X - stupeň rizika		$a^x$	$z(=a^x - 1)$	RP
1	Nízké riziko	1,611	0,611	0,080
2	Přiměřené riziko	2,594	1,594	0,209
3	Zvýšené riziko	4,179	3,179	0,416
4	Vysoké riziko	6,731	5,731	0,750

Zdroj: vlastní zpracování

Propočty jednotlivých rizik v rizikových okruzích jsou stanoveny právě na základě zde vypočtené RP. Konkrétní přehled s propočtem pro každý faktor rizika je uveden v příloze č. 3. **Výsledná hodnota nákladů vlastního kapitálu je 10,76 %.** Jednotlivé položky z nichž je celková přírážka složena a samotný náklad vlastního kapitálu kompletován uvádí následující přehled v tabulce.

Tab. 3.17: Souhrn rizikových přírážek, výpočet nákladů VK

<b>Bezriziková výnosová míra</b>		<b>4,16</b>
I. Rizika oboru	0,58	
II. Rizika trhu	0,37	
III. Rizika z konkurence	1,07	
IV. Management	0,37	
V. Výrobní proces	0,58	
VI. Specifické faktory	0,58	
Obchodní riziko		3,54
Finanční riziko		1,56
<b>Riziková prémie celkem</b>		<b>5,10</b>
<b>Prémie za nižší likviditu</b>		<b>1,50</b>
<b>Náklady vlastního kapitálu</b>		<b>10,76</b>

Zdroj: vlastní zpracování, vzor viz. lit. [4]

### Stanovení konečného propočtu pro WACC.

Od kapitoly 3.5.1.2. jsme usilovali o určení průměrných vážených nákladů kapitálu. Nyní, když jsme dokázali sestavit dva základní prvky a to náklady na vlastní kapitál a náklady na cizí kapitál, můžeme přistoupit k výslednému propočtu. Budeme vycházet z rovnice č.xxx uvedené v teorii, která má následující tvar:

$$WACC = n_{ck}(1 - d)CK/K + n_{vk} VK/K \quad (\text{viz. 2.20})$$

$$WACC = 5,02 \% * (1 - 0,2) * 0,28 + 10,76 \% * 0,72$$

$$WACC = 1,12 \% + 7,75 \%$$

$$\underline{WACC = 8,87 \%}$$

### 3.5.1.3. Propočet hodnoty podniku podle DCF – entity

Pro postup byla zvolena klasická dvoufázová metoda propočtu hodnoty podniku.

**Hodnota první fáze.** V první fázi této metody nejprve diskontujeme již nadefinovaný cash flow pro roky 2010 – 2013. Jako diskontní faktor byl zvolen právě WACC (průměrné vážené náklady kapitálu). Hodnotu první fáze definuje vzorec č. (2.23)  $H_b = \sum FCFF_t / (1 + i_k)^{-t}$

Tab. 3.18: Propočet hodnoty 1.fáze

	2010	2011	2012	2013
Volné FCFF	122 427	155 877	135 255	158 668
Diskontní faktor	0,9185	0,8437	0,775	0,7118
Diskontované cash flow (DCF)	112449	131513	104823	112940
Hodnota 1. fáze v tis. Kč	461 725			

Zdroj: vlastní zpracování

**Hodnota druhé fáze.** Hodnotu první fáze jsme na základě stanovených hodnot spočetli ve výši 461 725 tis. Kč. V dvoufázové metodě oceňování však předpokládáme podnik s nekonečně dlouhou existencí. Proto je počítaná ještě druhá fáze, tuto definuje vzorec (2.23)  $PH / (1 + i_k)^T$ , jejíž stěžejním prvkem je tzv. pokračující hodnota PH.. Hodnota PH opět vychází z nadefinovaného FCFF. Pro zjištění pokračující hodnoty podniku až do nekonečna použijeme Gordonova vzorce:

$$PH = FCFF_{T+1} / i_k - g \quad \text{viz. (2.24)}$$

Do tohoto však nemůžeme dosadit dříve, než si nadefinujeme dva články vzorce. Předně je to g (tempo růstu) a také odhad cash flow v následujícím roce (T + 1) kdy již není k dispozici plán. Tempo růstu bylo odhadnuto na 2 % na základě HDP (ten byl v posledním

čtvrtletí 2010 registrován ve výši 2,5 %, v následujících měsících je však očekáván jeho pokles, odhad jsme tedy snížili na 2 %).

Cash flow pro první rok po posledním roku fáze jedna sestavíme pomocí vzorce:

$$FCFF_{T+1} = FCFF_T * (1 + g) \quad \text{viz (2.25)}$$

$$FCFF_{T+1} = 158\,668 * (1 + 0,02)$$

$$FCFF_{T+1} = 161\,841,36 \text{ tis. Kč}$$

Takto vypočtený cash flow prvního roku druhé fáze můžeme dosadit do Gordonova vzorce a zjistit tak pokračující hodnotu v čase (tuto však bude nutno v pozdějších krocích ještě diskontovat).

$$PH = 161\,841,36 / (0,0887 - 0,02)$$

$$PH = 161\,841,36 / 0,0687$$

$$PH = 2\,355\,769,43 \text{ tis. Kč}$$

Jako konečný propočet druhé fáze bude vypočítaná (již zmiňovaná) diskontovaná hodnota. Jinými slovy pokračující hodnotu v čase T převedeme na současnou hodnotu.

$$SHPH = 2\,355\,769,43 / (1 + 0,0887)^4$$

$$SHPH = 2\,355\,769,43 / 1,405...$$

$$\textbf{SHPH = 1 676 872 tis. Kč}$$

Postupem jednotlivých výpočtů ve druhé fázi jsme došli k výsledku 1 676 872 tis. Kč.

Nyní provedeme závěrečný sumář obou fází a určíme výslednou hodnotu vlastního kapitálu.

Tab. 3.19: Výsledný propočet podniku pomocí metody DCF – entity viz tab. (2.3)

Současná hodnota 1. fáze	461 725 tis. Kč
Současná hodnota 2. fáze	1 676 872 tis. Kč
Provozní hodnota brutto	2 138 597 tis. Kč
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	552 188 tis. Kč
Provozní hodnota netto	1 586 409 tis. Kč
Neprovozní majetek k datu ocenění	0 tis. Kč
<b>Výsledná hodnota podniku k 1.1.2011</b>	<b>1 586 409 tis. Kč</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Samotná výnosová hodnota podniku brutto nabývá částky 2 138 597 tisíc Kč. Je tvořena součtem první fáze (diskontované hodnoty FCFF) a druhou fází. Abychom se dostali k hodnotě netto, musíme odečíst úročený cizí kapitál k datu ocenění. Po následném odečtení

neprovozního majetku získáváme výslednou hodnotu vlastního kapitálu ve výši **1 586 409 tis. Kč**.

### 3.5.2. Výpočet hodnoty podniku metodou kapitalizovaných čistých výnosů

Nyní oceníme společnost metodou, která se liší od výše užitě DCF – entity zejména svým “netto” přístupem. Mělo by tedy jít přímo o hodnotu vlastního kapitálu. Také zde nebudeme pracovat s peněžními toky, ale s upravenými výsledky hospodaření. Půjde tedy o klasičtější přístup posuzování podnikového hospodaření na základě účetních výsledků získaných již v minulosti. Při výpočtu budeme vycházet z kroků popsanych v teorii.

Jako výchozí metodou byla zvolena metoda paušální. Tato metoda předpokládá, že podnik bude dosahovat alespoň takových hospodářských výsledků jako v minulosti a vyvstává zde předpoklad, že průměrné výnosy za minulost mohou být vhodným nástrojem pro prognózování budoucnosti.

Tab. 3.20: výpočet upraveného VH viz tab. (2.4)

	2006	2007	2008	2009
VH před zdaněním	135 898	181 845	194 223	182 628
(+) Odpisy	83 927	85 757	100 932	117 468
(-) Finanční výnosy	21 956	22 681	22 039	12 169
(-) Tržby z prodeje DHM	37 056	76 514	63 200	95 169
(+) ZC prodaného DHM	56 283	84 701	57 492	104 500
(-) Mimořádné výnosy	77	0	22 861	0
(+) Mimořádné náklady	7 155	0	11 072	0
<b>Upravený výsledek hospodaření (UVH)</b>	<b>224 174</b>	<b>253 108</b>	<b>255 619</b>	<b>297 258</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Abychom získali výsledek hospodaření před odpisy, vyloučíme odpisy, dále vyjmeme z VH jednorázové vlivy. Těmito jsou odečtené tržby z prodeje DHM přičtená zůstatková cena DHM jako náklad. Do odhadu ceny vlastního kapitálu podniku rovněž nezahrnujeme mimořádné náklady a výnosy (jak již z jejich názvu vyplývá, nemůžeme s nimi v budoucnu počítat jako se stálými náklady nebo výnosy). Na základě součtu a rozdílu těchto položek získáváme upravený VH.

Pro následující úpravy je třeba znát inflaci v jednotlivých letech.

Tab. 3.21: Vývoj inflace v letech

	2006	2007	2008	2009
Průměrná míra inflace	2,5%	2,8%	6,3%	1,0%

Zdroj: [18]

Abychom mohli dále pracovat na určení trvale odnímatelného čistého výnosu, musíme stanovit postupně cyklický a pak i bazický cenový index, pomocí kterého přepočteme léta 2006 až 2008 na cenovou hladinu roku 2009. V následující tabulce je uveden přehled výpočtů pro souhrnný upravený výsledek hospodaření.

Tab. 3.22: Určení souhrnného upraveného výsledku hospodaření

	2006	2007	2008	2009
Upravený výsledek hospodaření (UVH)	224 174	253 108	255 619	297 258
Cenový index řetězový	1,025	1,028	1,063	1,01
Cenový index bazický vztahený k roku 2009	0,906	0,931	0,990	1
UVH upravený o inflaci	247 419	271 744	258 175	297 258
váhy	1	2	3	4
UVH upravený o inflaci * váhy	247 419	543 489	774 526	1 189 032
<b>Souhrnný UVH v tis. Kč</b>	<b>2 754 465</b>			

Zdroj: vlastní zpracování (mírná odlišnost způsobena zaokrouhlením)

Pro každý rok jsme nejprve sestrojili cenový index řetězový a bazický. Tímto jsme vydělili upravený výsledek hospodaření (UVH). Získali jsme tak výsledky hospodaření odpovídající cenové hladině roku 2009. V dalším kroku jsme nadefinovali váhy jednotlivým VH podle roku, ve kterém byly vytvořeny. Léta nejbližší roku 2009 mají nejvyšší vypovídací hodnotu, proto jsme jim také přidělili nejvyšší váhu. Přepočet dle jednotlivých vah a celkový úhrn pak tvoří souhrnný UVH v tisících Kč (2 754 465 tis. Kč).

V dalším kroku zjistíme trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy. Jednoduše vydělíme souhrnný UVH celkovým počtem vah. Nyní však bude tento třeba snížit o hodnotu odpisů v posledním roce 2009 a zdaníme sazbou (daň je třeba počítat nikoli z přímo z odnímatelného výnosu, ale z daňového základu, který v nákladech odrážel i odpisy vykázané pouze v roce 2009)

Tab. 3.23: Určení trvale odnímatelného výnosu

Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	275 447
Odpisy 2009	117 468
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	157 979
Daň (20 %)	31 596
<b>Trvale odnímatelný čistý výnos po dani (tis.Kč)</b>	<b>126 383</b>

Zdroj: vlastní zpracování

K propočtu hodnoty vlastního kapitálu je ještě třeba posledního kroku, pro který musejí být k dispozici následující údaje:

- Náklady vlastního kapitálu – 10,76 %. Tato položka byla stanovena již při propočtu metodou DCF – entity. Nyní tyto náklady na vlastní kapitál převezmeme a použijeme i pro výpočet v metodě kapitalizovaných čistých výnosů.
- Odhadnutá inflace. Tato je stanovena ve velikosti 1,5 %.

Závěrečný výpočet pro hodnotu podniku metodou kapitalizovaných čistých výnosů:

Tab. 3.24: Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku

Kalkulovaná úroková míra = 10,76% - 1,5% =	9,26 %
Provozní hodnota vlastního kapitálu = 126 383 / 0,0926 =	<b>1 364 552 tis.Kč</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Po odečtení míry inflace od nákladů podniku na vlastní kapitál jsme obdrželi kalkulovanou úrokovou míru. Touto jsme pak podělili trvale odnímatelný čistý výnos po dani. Hodnota podniku na úrovni vlastního kapitálu byla pomocí metody kapitalizovaných čistých výnosů stanovena ve výši **1 364 552 tis. Kč**.

### 3.5.3. Souhrn ocenění

Pro ocenění podniku jsme si vybrali dvě metody. Metodu DCF – entity, která měla ocenit hodnotu podniku jako celku, tedy pro vlastníky i věřitele. Další vybranou metodou je metoda čistých kapitalizovaných výnosů. Tato vyjadřuje čistě hodnotu vlastního kapitálu podniku, tedy hodnotu vlastníků. Metody byly vybrány záměrně. Dohromady by totiž měli tvořit dno a strop, nebo spodní a horní hranici ocenění firmy. Pomocí DCF – entity jsme si odhadli cash flow podniku v následujících letech a ocenění provedli na základě určitých



očekávaných hodnot. Naopak metoda čistých kapitalizovaných výnosů vycházela z jasně daných informací zapsaných v účetních výkazech. Ohodnocovali jsme podnik na základě minulého hospodaření. Jsou tedy patrné obě roviny. Následující tabulka pouze shrnuje získané výsledky.

Tab. 3.25: Hodnota společnosti podle použitých metod ocenění k 1.1.2011

Typ metody	Hodnota
Metoda DCF - entity	1 586 409 tis. Kč
Metoda čistých kapitalizovaných výnosů	1 364 552 tis. Kč

Zdroj: vlastní zpracování

Právě kvůli prognózám, provedeným při výpočtu pomocí metody DCF – entity, bylo vhodné použít nástroj na redukci možných odchylek vzniklých plánováním rozvahy, VZZ volného cash flow. V FCFF se nacházejí položky nejhůře předvídatelné, jako jsou například investice. V následující kapitole proto uvádíme analýzu citlivosti na změnách základních odhadovaných parametrů.

### 3.5.4. Analýza citlivosti

Při určování hodnoty podniku vykazují metody určitou závislost na výpočtu jednotlivých vstupních parametrů. Pro výpočet hodnoty podniku metodou DCF – entity jsme stanovili jako rizikový faktor parametr  $g$  – tempo růstu. V následující tabulce se pokusíme znázornit, jak pokles nebo růst tohoto faktoru dokáže ovlivnit výsledek ocenění podniku. Tuto analýzu bychom měli částečně brát v potaz i při závěrečném hodnocení podniku. Z pohledu oceňovatele si můžeme povšimnout, jestli existuje nějaká případná přijatelná tolerance odchylky od výsledku, nebo zda nastavení parametru vzhledem k jeho síle ještě přehodnotit.

Tab.3.26: Analýza citlivosti na změnu tempa růstu

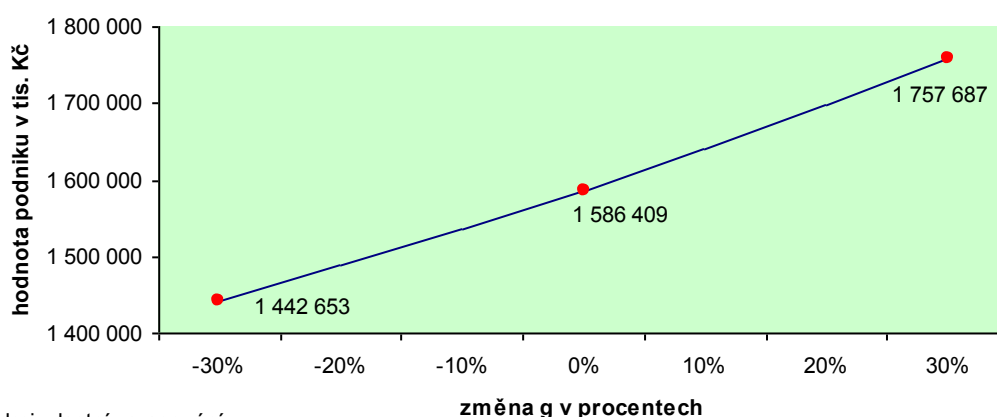
$\Delta g$ v %	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%
$g$ absolutní	1,40%	1,60%	1,80%	2,00%	2,20%	2,40%	2,60%
$FCF_{T+1}$	160 890	161 207	161 524	161 841	162 159	162 476	162 794
PH	2 153 811	2 217 428	2 284 644	2 355 769	2 431 170	2 511 227	2 596 391
SHPH	1 533 115	1 578 398	1 626 244	1 676 872	1 730 543	1 787 529	1 848 150
Celková hodnota podniku	1 442 653	1 487 936	1 535 782	1 586 409	1 640 081	1 697 066	1 757 687
Změna hodnoty v %	-9,06%	-6,21%	-3,19%	0,00%	3,38%	6,98%	10,80%

Zdroj: vlastní zpracování

Tempo růstu  $g$  vstupuje do propočtu hned dvakrát, poprvé když zjišťujeme cash flow pro roky od konce plánovaného období až do nekonečna ( $FCF_{T+1}$ ), zde však /jak můžeme

vidět v tabulce/ neoplývá dostatečnou silou výsledek cash flow pozměnit. Rozdíl při 30% negativní změně  $g$  činí pouhých 952 tis. Kč. V druhém případě, určování pokračující hodnoty však jeho výše sehrává důležitou roli. Jeho hodnota ve jmenovateli přímo úměrně zvyšuje nebo snižuje částku PH. Skrze pokračující hodnotu se pak působení tohoto parametru přenáší na celkovou výši hodnoty podniku. Pakliže jsme nastavili rozsah změn na parametru  $g$  od -30% do +30%, můžeme počítat s oceněním podniku od 1 442 653 do 1 757 687 tis. Kč. Celková 60 % změna tohoto parametru tedy vyvolá změnu celkové hodnoty podniku ve výši 315 034 tis. Kč. Z propočtů je tedy vyplývá, že % změny v  $g$  mají v konečném důsledku pouze třetinový dopad na konečnou hodnotu. Pro názornou demonstraci závislosti změny tempa růstu a výsledné celkové hodnoty podniku podle metody DCF-entity jsme sestrojili následující graf.

Graf č. 3.4: Citlivost celkové hodnoty podniku na změnu  $g$



Zdroj: vlastní zpracování

Další oblastí, kde je vhodné provést analýzu citlivosti jsou data získána z dlouhodobého finančního plánu, která opět vstupují do výpočtů hodnoty podniku v metodě DCF – entity. Jsou jimi především FCFF, tedy volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele. Jejich prognóza bývá často problematická, přitom se však podstatnou měrou podílejí na výsledku (proto např. i použití metody kapitalizovaných čistých výnosů oprostěné od tohoto plánu). Jak jsme již uvedli výše, parametr FCFF má mnohem větší vliv na výsledek, proto budeme opatrnější i při % určování jeho jednotlivých změn. Následné zkoumání změn provedeme v rozmezí od -7% do +7%. Průběh je zobrazen v následující tabulce.

Tab. 3.27: Citlivost Hodnoty podniku na změny FCFF

	Záporný rozsah změny FCFF			Výchozí hodnota	Kladný rozsah změn FCFF		
$\Delta$ FCFF v %	-7%	-5%	-3%	0%	3%	5%	7%
$\Sigma$ FCFF	532 172	543 616	555 061	572 228	589 395	600 839	612 284
Hodnota podniku	1 436 711	1 479 483	1 522 255	1 586 413	1 650 571	1 693 343	1 736 115
$\Delta$ hodnoty podniku v %	9,44%	6,74%	4,04%	0,00%	4,04%	6,74%	9,44%

Zdroj: vlastní zpracování

Sestavili jsme nové ohodnocení podniku pro jednotlivé změny uvedeného parametru. Celková výše hodnoty se pohybovala od 1 436 711 do 1 736 115 tis. Kč, právě v rozmezí od -7% do +7%. Pokud bereme v úvahu celkovou změnu v 14% rozsahu počítané hodnoty podniku, jde o částku 299 404 tis. Kč. To je sice menší rozdíl než u parametru g, ale s absolutně jinou účinností (aby přibližně podobnou změnu v hodnotě podniku vyvolalo tempo růstu, museli jsem výši g pozměnit o celých 30%)! Při změně parametru FCFF o +7% vzrostla hodnota podniku na finální částku o 9,44 %. Z těchto informací lze vysledovat, že změna volných peněžních prostředků pro vlastníky i pro věřitele přímo úměrně ovlivňuje výši hodnoty podniku.

Pro představu bude nadefinován parametr, který s hodnotou podniku nemanipuluje stejným způsobem jako již zmiňovaný FCFF nebo tempo růstu g. Jsou jím průměrné vážené náklady kapitálu. Tyto by měli konečný výsledek ovlivnit nepřímo úměrně. V následujících řádcích je proto WACC nadefinován a pomocí grafu srovnána jeho účinnost ve vztahu k FCFF. Podobně jako u něj je třeba určit stupnici rozpětí změny. Tuto zůstane zachována od -7% do + 7%. V tabulce budou znázorněny procentuální změny WACC, hodnota podniku jako celku a také síla účinku změny WACC na hodnotu podniku.

Tab. 3.28: Citlivost hodnoty podniku na změny WACC

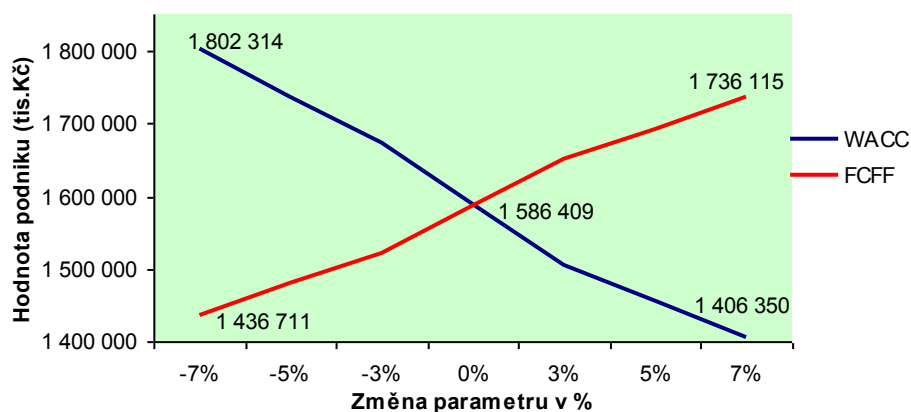
	Záporný rozsah změny WACC			Výchozí hodnota	Kladný rozsah změn WACC		
$\Delta$ WACC v %	-7%	-5%	-3%	0%	3%	5%	7%
WACC absolutní	8,249%	8,427%	8,604%	8,870%	9,136%	9,314%	9,491%
Hodnota podniku	1 802 314	1 736 153	1 673 911	1 586 409	1 505 450	1 454 560	1 406 350
$\Delta$ hodnoty podniku v %	13,61%	9,44%	5,52%	0,00%	5,10%	8,31%	11,35%

Zdroj: vlastní zpracování

Nyní je z tabulky č. 3.24 Citlivost hodnoty podniku na změny WACC patrné, že čím zápornější jsou změny v parametru WACC, tím hodnota podniku roste a naopak. Byl tedy potvrzen předpoklad uvádějící nepřímo úměrný vztah mezi WACC a hodnotou podniku. Na škále od – 7 do 7 % se změnila hodnota podniku v celkové výši o 395 964 tis. Kč. Nejmenší hodnoty (1 406 350 tis. Kč) podnik nabyl, pokud jsme zvýšili parametr WACC o 7 %. Naopak nejvyšší hodnoty (1 802 314 tis. Kč) podnik nabyl při celkovém snížení ukazatele o 7 %. V těchto krajních hodnotách byly zaznamenány v záporném rozsahu změny ve výši 13,61 % a v kladném rozsahu změny ve výši 11,35 %. Takovýchto hodnot se nedostávalo ani při analýze citlivosti parametru  $g$  (průměrného tempa růstu) ani při analýze citlivosti FCFF (volného cash flow pro vlastníky i věřitele). Je možné tedy prohlásit, že změny parametru WACC mají z výše zkoumaných parametrů nevyšší podíl při konečném dopadu na hodnotu podniku.

V metodě DCF- entity se tak setkávají dva protichůdné parametry. V případě zvyšujícího se FCFF roste hodnota podniku a v případě zvyšujících se průměrných vážených nákladů kapitálu pokles celkové hodnoty podniku. Silnější vliv nákladu na celkový kapitál, ale i průběh obou parametrů se vzájemným setkáním v aktuální hodnotě podniku může být vysledován z následujícím grafu.

Graf 3.5: Vliv % změn vybraných parametrů na hodnotu podniku



Zdroj: vlastní zpracování

## 4. Návrhy a doporučení

Zkoumaný podnik, který byl podroben jednotlivým analýzám a v závěru byla propočtena jeho hodnota, se jeví jako stabilní a prosperující.

Předně je nutné zdůraznit, že ocenění podniku s obraty zvícími takové výše, s jakými se počítalo konkrétně u tohoto případu, by v praxi (na základě konzultace s odhadcem), pravděpodobně nebyl schopen provést jediný odhadce. Ve své podstatě by na nabídku jednotlivá osoba (např. odhadce OSVČ) mohla přistoupit, ale rizika plynoucí z takového rozhodnutí jsou značná. Běžná realita je tedy taková, že velké podniky oceňují zpravidla znalecké ústavy, které jsou schopny vyčlenit tým odborníků, kde každý jednotlivec může využít svých odborných znalostí v konkrétní záležitosti. Ocenění jako celek pak nabývá zcela jiných hodnot. Pro potřeby tohoto modelového případu žádný tým složený ze specialistů využít nebyl, proto je třeba brát v potaz určitou míru zjednodušení. Návrhem vyplývajícím z kontextu je tedy (při rozměrech našeho podniku) jednoznačné využití byť dražších, ale povolanějších oceňovacích institucí.

Finanční analýza podniku vypověděla leccos o likviditě. Už podle doby obratu pohledávek a doby obratu závazků vyvstávalo podezření na ohrožení krátkodobé (okamžité) likvidity podniku, které se nakonec potvrdilo. Podniku jsou spláceny faktury (pohledávky) průměrně v horizontu 60 až 90 dnů. Toto potvrzuje neblahý český standard, který nepovažuje za neobvyklé splácení obchodních závazků i do 3 měsíců od data jejich vzniku. Společnost sama však platí své závazky průměrně od 40 do 50 dnů. I tento časový nesoulad může za nesplnění minimálních limitů hodnot ukazatele okamžité likvidity. Pohotová a oběžná likvidita je již v mezích odpovídajících normálu, bylo by proto vhodné rozšířit stav okamžitých peněžních zůstatků na běžných účtech, popř. zlepšit kázeň obchodních partnerů. Ukazatele rentability, jejichž zástupce ROE přináší v roce 2008 až desetiprocentní rizikovou přírážku (téměř dvakrát převyšuje bezrizikovou výnosnost státních dluhopisů), jsou však v pořádku. Podíl vlastního kapitálu na celkovém majetku se neustále zvyšuje. Tato situace je diskutabilní vzhledem ke dvěma přístupům – menší zadluženost? Nebo větší přínosy z cizího kapitálu? Na tuto otázku vypovídá multiplikátor jmění vlastníků, jehož výše naznačuje prostor pro další využití cizího kapitálu.

Samotné ohodnocování podniku přineslo dvě základní částky. Pomocí metody diskontovaných peněžních toků se ocenění zaměřilo spíše na budoucnost a nadefinovala se tak horní hranice hodnoty podniku. Tato byla ve výši 1 586 409 tis. Kč. Spodní hranice hodnoty podniku byla určena částkou 1 364 552 tis. Kč. Tato byla spočtena pomocí metody

kapitalizovaných čistých výnosů. Pokud by šlo o prodej podniku, tyto dvě částky by tvořili horní a spodní mez pro vyjednávání mezi kupcem a prodávajícím. Celkový prostor pro vyjednávání by tedy nabýval přibližné hodnoty rozdílu těchto dvou částek, asi 222 mil. Kč. V některých případech se uživatelé ocenění mohou setkat i s průměrem dvou metod, které určí jednu částku jako výslednou, konečnou hodnotu podniku. Tento přístup je považován za chybný a není doporučen (pokud se nejedná o dva metodicky téměř totožné modely s pouze minimální odchylkou odhadu)! Jde o položku dvou set milionů, došlo by tedy ke zkreslení, neboť každá z metod vychází z jiného základu a každá má za cíl stanovit jinou hodnotu podniku.

Samotný konec praktické části se zabývá analýzou citlivosti jednotlivých parametrů vstupujících do výpočtu hodnoty podniku. Lze dojít k závěru, že největší vliv na změnu finálního ohodnocení podniku s sebou nesou průměrné náklady kapitálu a výše naplánovaného cash flow. Proto by bylo vhodné se při oceňování opravdu na tyto dva parametry zaměřit, resp. společnost by se měla snažit o co nejlepší informační základnu pro odhadce, neb celkové změny při 14 % rozdílu WACC vydají téměř na 400 mil. Kč.

Při koupi a prodeje podniku hraje velkou úlohu i závislost chodu podniku na managementu. V příloze č. 3 (IV.2 ) je nadefinovaná (pro oblast managementu) dostupná přiměřená náhrada klíčových osobností ve vedení podniku. Z tohoto určení vyplynula přiměřená výše rizika. Pokud kupující plánuje odkoupení podniku s náhradou stávajícího managementu, předpokládá, že nový management bude schopen vést podnik se stejným, popř. větším úspěchem než předcházející osazení. Pokud by však kupující spatřoval problém v přílišné závislosti na aktuálním managementu, byla by chyba určovat hodnotu podniku podle výnosových metod. Do budoucna by totiž bylo nerealné, aby podnik závislý na minulém managementu generoval tržby a jako takový by měl pouze hodnotu stávajícího majetku. Pro náš model byl stanoven předpoklad pokračující hodnoty podniku i při odkoupení. V tomto případě by se však lišilo toto ocenění od výše uvedeného a metoda hodná posouzení a dalších detailnějších rozborů by mohla být např. likvidační hodnota k datu ocenění podílem jednotlivých akcionářů na likvidačním zůstatku, nebo majetková metoda.

## 5. Závěr

Cílem této práce bylo stanovit tržní hodnotu podniku na základě zvolených výnosových metod k datu 1.1.2011, za předpokladu tzv. “going concern“, tedy nekonečného hospodaření podniku.

První, teoretická část v sobě zahrnuje východiska pro proces stanovení hodnoty podniku. Použitá teorie je uvedena v patřičném rozsahu a zabývá se oceněním jako celku. Tedy od nastínění základních hladin ocenění, přes sběr a analýzu dat, ocenění zdraví podniku až po finanční plán a samotné schéma postupu pro výpočet ocenění podniku podle jednotlivých, zvolených metod.

V praktické části bylo postupně využito veškerých informací nastudovaných pro teoretickou část. Prvními kroky v praktické části byly popis a charakteristika podniku. Následovala analýza mikro a makro prostředí, která s sebou prakticky přinesla informace o nejširším a nejbližším okolí podniku a stala se tak podkladem pro další fáze odhadu hodnoty podniku. Navazující finanční analýza měla sloužit jako prostředek k rozboru stávající finanční situace společnosti, diagnóze jeho zdraví. Bylo použito především klasických poměrových ukazatelů a v závěru též souhrnného bankrotního modelu (Altmanovo z-skóre), který potvrdil (stejně jako většina ukazatelů), schopnost firmy pokračovat i nadále ve své činnosti. Na základě obdržených údajů byl nadefinován finanční plán rozvahy a výkaz zisku a ztráty. Predikce výkazu cash flow byla nadefinován až později, upravená přímo pro potřeby metody DCF – entity pro výpočet hodnoty podniku. Po určení finančního plánu se práce odvíjela směrem k ocenění právě výše uvedenou metodou DCF - entity, kde se jednotlivě zabývala především určením FCFF a také průměrnými váženými náklady kapitálu WACC. Tato metoda založená na základě odhadu budoucích peněžních toků určila horní hladinu hodnoty firmy ve výši 1 586 409 tis. Kč. Pro druhou metodu bylo vybráno ocenění formou kapitalizovaných čistých výnosů. Výsledek ve výši 1 364 552 tis. Kč byl založen na propočtu dat z minulosti. Tato druhá metoda určila spodní hranici hodnoty podniku. Na samotný konec praktické části pak byla uvedena analýza citlivosti hodnoty podniku na změnu některých zásadních parametrů.

Zejména díky přínosné konzultaci se zástupcem české komory odhadců majetku bylo možné na proces oceňování nahlédnout nejen jako na systém jednotlivých propočtů vedoucích

k jasnému, jednoznačnému výsledku (jakým se může proces oceňování na základě studia odborné literatury zdát). Ale díky tomuto dialogu vyšla najevo i problematičnost a skutečná šíře vypracovávaného tématu, kterým by se při stanoveném zadání v praxi pravděpodobně zabýval tým složený z jednotlivých odborníků, nikoliv jedinec.



## Seznam použité literatury

### MONOGRAFIE

- [1] KRABEC, T. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2009. 261 s. ISBN 978-80-247-2865-0.
- [2] KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2002. 362 s. ISBN 80-7179-529-1.
- [3] DAMODARAN, A. *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance*. 2nd Ed. New York: Wiley & Sons, 2006. 685 s. ISBN 0-471-75121-9.
- [4] MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku. Proces ocenění – základní metody a postupy*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.
- [5] MAŘÍKOVÁ, P.; MAŘÍK, M. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.
- [6] MAŘÍK, M.; MAŘÍKOVÁ, P. *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku*. 1.vyd. Praha: Oeconomica, 2007. 242 s. ISBN 978-80-245-1242-6.
- [7] MRKVIČKA, J.; KOLÁŘ, P. *Finanční analýza*. 2. vyd. Praha: ASPI, 2005. 228 s. ISBN 80-7357-219-2.
- [8] SEDLÁČEK, J. *Finanční analýza podniku*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2007. ISBN 978-80-251-1830-6.
- [9] RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza: Metody ukazatele a využití v praxi*. 1. vyd. Praha: GRADA, 2007. 118 s. ISBN 978-80-247-1386-1.
- [10] GRÜNWALD, R.; HOLEČKOVÁ, J. *Finanční analýza a plánování podniku*. 1. vyd. Praha: C.H.BECK, 2005. 137 s. ISBN 80-7179-321-3.

[11] PAVELKOVÁ, D.; KNÁPKOVÁ, A. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 1. vyd. Praha: Linde, 2005. 302 s. ISBN 80-247-0125.

[12] MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku. Proces ocenění – základní metody a postupy*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2

[13] MARINIČ, P. *Plánování a tvorba hodnoty firmy*. 1. vyd. Praha: Grada Publishong, 2008. 240 s. ISBN 978-80-247-2432-4.

[14] NEUMAIEROVÁ, I.; NEUMAIER, I. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1. vydání. Praha: Grada Publishing, 2002. 216 s. ISBN 80-247-0125-1.

[15] DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2006. 192 s. ISBN 80-86119-58-0.

#### INTERNETOVÉ ZDROJE

[16] *MPO* [online]. 2011 [cit. 2011-01-20]. Panorama zpracovatelského průmyslu. Dostupné z WWW: <<http://www.mpo.cz/dokument84178.html>>.

[17] *EAGRI* [online]. 2010 [cit. 2010-12-16]. Panorama potravinářského průmyslu. Dostupné z WWW: <[http://www.eagri.cz/public/web/file/94588/Panorama\\_potr.prum.\\_2009.pdf](http://www.eagri.cz/public/web/file/94588/Panorama_potr.prum._2009.pdf)>.

[18] *Zavedeni eura* [online]. 2010 [cit. 2010-12-15].

Vyhodnocení kritéria dlouhodobých úrokových sazeb. Dostupné z WWW: <[http://www.zavedenieura.cz/cps/rde/xchg/euro/xsl/cr\\_euro\\_kriter\\_urok\\_sazeb.html](http://www.zavedenieura.cz/cps/rde/xchg/euro/xsl/cr_euro_kriter_urok_sazeb.html)>.

[19] *CNB* [online]. 2010 [cit. 2011-01-17]. Výnosy státních dluhopisů. Dostupné z WWW: <[http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY\\_PKG.PARAMETRY\\_SESTAVY?p\\_sestuid=1603&p\\_strid=EBA&p\\_lang=CS](http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.PARAMETRY_SESTAVY?p_sestuid=1603&p_strid=EBA&p_lang=CS)>.

[20] *CZSO* [online]. 2011 [cit. 2011-01-10]. Míra inflace. Dostupné z WWW: <[http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/mira\\_inflace](http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/mira_inflace)>.

[21] CZSO [online]. 2011 [cit. 2011-01-13]. Vývoj ČR v roce 2010. Dostupné z WWW: <<http://www.czso.cz/csu/2010edicniplan.nsf/p/1109-10>>.

## Seznam zkratek

A - aktiva

CK – cizí kapitál

DCF – diskontovaný peněžní tok

DHM – dlouhodobý hmotný majetek

DNHM – dlouhodobý nehmotný majetek

EAT – čistý zisk po dani

EBIT – zisk před zdaněním a úroky

EBT – zisk před zdaněním

FCFF – peněžní tok pro vlastníky i věřitele

g – tempo růstu

H<sub>B</sub> – hodnota podniku brutto

H<sub>N</sub> – hodnota podniku netto

PH – pokračující hodnota

ROA – rentabilita aktiv

ROC – rentabilita nákladů

ROE – rentabilita vlastního kapitálu

ROS – rentabilita tržeb

RP – riziková přírážka

SHPH – současná hodnota pokračující hodnoty

SWOT – analýza silných, slabých stránek

TČV – trvale odnímatelný čistý výnos

UVH – upravený výsledek hospodaření

VZZ – výkaz zisku a ztráty

WACC – průměrné vážené náklady kapitálu

ZC – zůstatková cena

## **Prohlášení o využití výsledků diplomové práce**

Prohlašuji, že

- jsem byl seznámen s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo,
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně ke své vnitřní potřebě diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3),
- souhlasím s tím, že jeden výtisk diplomové práce bude uložen v Ústřední knihovně VŠB-TUO k prezenčnímu nahlédnutí a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že údaje o diplomové práci, obsažené v Záznamu o závěrečné práci, umístěném v příloze mé diplomové práce, budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO,
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona,
- bylo sjednáno, že užít své dílo – diplomovou práci nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne ...29.4.2011

Jan Kutlák  
jméno a příjmení studenta

Adresa trvalého pobytu studenta:

U Kasáren 1132/12, 790 01 JESENÍK

## **Přílohy**

Příloha č. 1: Rozvaha společnosti 2006 až 2009

Příloha č. 2: Výkaz zisku a ztráty společnosti za období 2006 až 2009

Příloha č. 3: Určení nákladů na vlastní kapitál pomocí stavebnicové metody

Příloha č. 4: Výnosy z dlouhodobých státních dluhopisů